



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Förvärvsbolag | Sverige | 28 Mars 2022

Beijer Electronics Group

Orderboken kommer fortsätta driva försäljningen

Orderingång är exceptionellt stark...

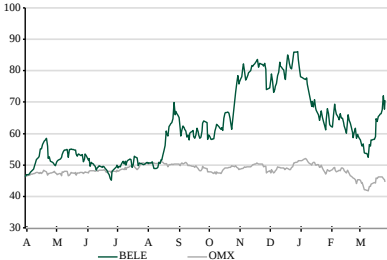
Efterfrågan för Beijer Groups produkter fortsätter vara exceptionellt stark. Orderingången i Q4 var uppe på nivåer den inte ens har varit i närheten av historiskt och det finns inga tecken på att den är på väg att vika. Samtidigt fortsätter komponentbristen att tynga och book-to-bill var mycket starka 1.26x för helåret 2021 och har fortsatt att stärkas genom hela året.

...och marginalerna kommer komma tillbaka i takt med att prishöjningarna börjar ha effekt

Marginalerna, som var lägre än vi hade hoppats i Q4, var svaga av "rätt" orsak - bolaget ökade fokus på leverans för att stärka kundrelationerna och såg därmed högre komponentkostnader. Samtidigt har bolaget höjt priserna och i takt med att prishöjningarna materialiseras under H1 kommer marginalerna att stärkas. Vi estimerar en fördubbling av marginalen 2022.

Vi höjer våra prognoser och motiverade värde

Vi är mer optimistiska över konverteringen av orderboken och höjer försäljningen 2023 vilket lyfter 2023e EPS med 9% och räknar med en dramatisk marginalexpansion från hävstången av de högre volymerna. Vi höjer vårt motiverade värde till 83-85 kr (81-85 kr). Vi tror att fortsatt konvertering av orderboken och högre marginaler kommer att driva aktien.

Estimatändring (kr)				Prognos (kr)					Värde och risk	
Nu		Förr			21	22e	23e	24e	Motiverat värde	83.0 - 85.0
EPS, justerad 22e	3.7	3.7	0.0%	Omsättning, mkr	1,619	1,923	2,257	2,448	Aktiekurs	SEK70.2
EPS, justerad 23e	6.1	5.6	9.4%	Tillväxt	13%	19%	17%	8%	Riskenivå	Medium
EPS, justerad 24e	7.5	7.5	0.0%	EBITDA, mkr	218	321	416	469	Kursutveckling 12 mån 	
Kommande händelser Delårsrapport Q1 2022 Delårsrapport Q2 2022 Delårsrapport Q3 2022				EBIT, mkr	68	162	250	302		
				EPS, justerad	1.3	3.7	6.1	7.5		
				EPS tillväxt	285%	179%	65%	24%		
				EK/aktie	25.6	28.8	34.0	39.5		
				Utdelning/aktie	0.5	0.7	1.0	2.3		
Bolagsfakta (mkr) Antal aktier Börsvärde Nettoskuld EV Daglig handelsvolym, snitt Reuters/Bloomberg				EBIT-marginal	4.2%	8.4%	11.1%	12.3%	Analytiker markus.almerud@penser.se	
				ROE (%)	5.6%	13.9%	19.8%	20.9%		
				ROCE	4.4%	9.4%	14.1%	16.5%		
				EV/Sales	1.6x	1.4x	1.2x	1.1x		
				EV/EBITDA	12.1x	8.2x	6.4x	5.6x		
				EV/EBIT	38.7x	16.3x	10.6x	8.8x		
				P/E, justerad	52.8x	18.9x	11.5x	9.3x		
				P/EK	2.7x	2.4x	2.1x	1.8x		
				Direktavkastning	0.7%	0.9%	1.4%	3.3%		
				FCF yield	0.9%	4.6%	7.9%	11.5%		
				Nettosk./EBITDA	2.9g	1.9g	1.3g	0.9g		



Sammanfattning

Orderboken kommer fortsätta driva försäljningen

Investment Case

Beijer Electronics Group ser strukturell tillväxt i flera slutmarknader inklusive tåg och spår, energi och infrastruktur och vi ser tvåsiffrig tillväxt de kommande åren. Koncernen var på väg mot sina mål – att växa omsättningen med 10% per år med en marginalpotential på 15% – samt att nå kritisk volym innan pandemin slog till.

I kölvattnet av pandemin har Beijer Group anpassat kostnaderna efter rådande efterfrågan och är nu redo för att växla upp marginalen i takt med att volymerna kommer tillbaka – bolaget är redo för nästa steg. Nu indikerar orderingången att bolaget är på väg att återigen nå kritisk massa.

Med konservativa estimat ser vi låg tvåsiffrig marginal för koncernen på medellång sikt (2025e) och ser fördubblingspotential för aktien givet tecken på att bolaget börjar uppfylla sina målsättningar. Westermo, Beijer Groups största affärsområde, är relativt stabilt och aktien är idag värderad i linje med värderingen för affärsenheten. Beijer Electronics, Beijers Groups näst största affärsenhet, är nyckeln till både att nå sina målsättningar och att lyfta aktien.

Bolagsprofil

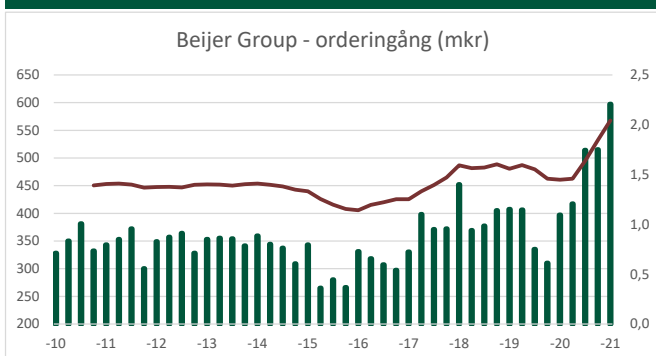
Beijer Electronics Group (Beijer) är en teknikkoncern som erbjuder avancerade lösningar för säker kontrollstyrning och kommunikation i krävande miljöer. Hårdvaran som erbjudandet är byggt runt är i huvudsak Ethernetswitchar, routrar och avancerade displayer. Bolaget har huvudkontor i Malmö och har 825 anställda. Under 2021 omsatte man 1,6 mdkr.

Bolaget har tre affärsenheter, Westermo, Beijer Electronics och Korenix, och Europa står för 63% av försäljningen. Organisationen är präglad av en hög grad av decentralisering. Tåg och Spår tillsammans med Energi och Generell Tillverkning är de största kundsegmenten.

Värdering

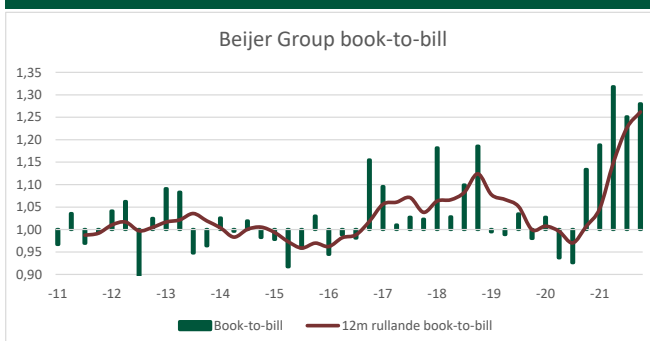
Vi använder en blandning av värderingsmetoder för att värdera Beijer Electronics Group. För att ta hänsyn till den strukturella tillväxten framförallt på ställverksidan sätter vi våra målmultiplar på 2025e och nuvärdesberäknar därefter värdena. I vår SOTP (Sum of the parts) använder vi 13–14x EBIT vilket är i linje med det historiska genomsnittet för den breda marknaden och i vår DCF använder vi en WACC på 10%. I genomsnitt når vi ett värde på 83-85 kr.

Orderingången slog nytt rekord i Q4



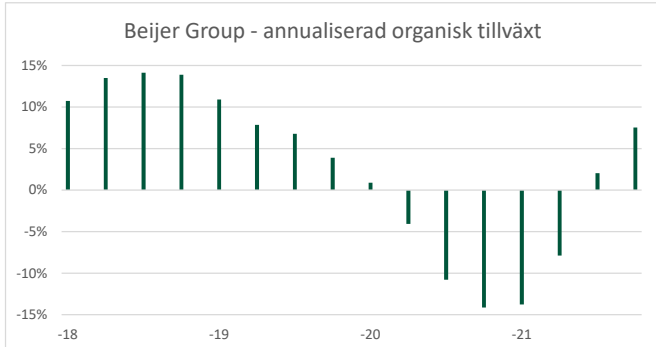
Bolaget, EPB

Den starka orderboken kommer driva försäljningen



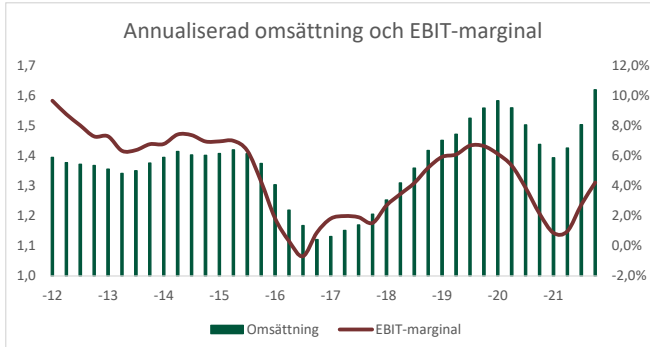
Bolaget, EPB

Den organiska tillväxten har vänt upp med laggar fortfarande



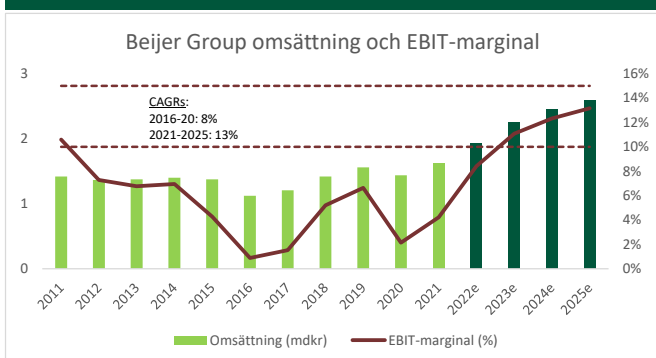
Bolaget, EPB

Marginalen kommer fortsätta stiga när omsättningen förbättras



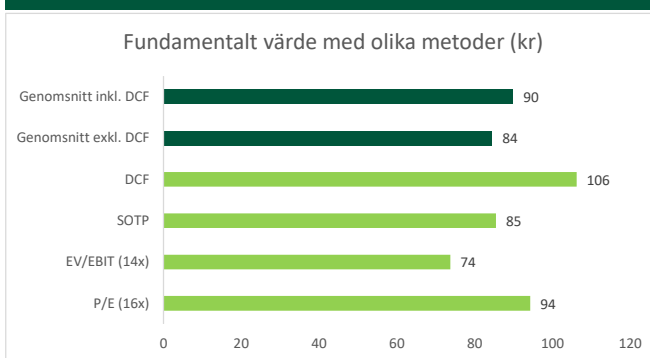
Bolaget, EPB

13% marginal 2025e



Bolaget, EPB

85 kr i värde i vår SOTP



EPB

DCF-parametrar

Valuation output		WACC assumptions	
Sum of PV of FCF (explicit period)	1 795	Risk free nominal rate	0,4%
PV of terminal value (perpetuity formula)	2 056	Risk premium	7,0%
Enterprise value	3 851	Extra risk premium	2,0%
Latest net debt	811	Beta	1,2
Minority interests & other	0	Cost of equity	11,2%
Equity value	3 040	Cost of debt (pre-tax)	3,0%
No. of shares outstanding (millions)	29	Tax rate	24%
Equity value per share (SEK)	106	Target debt/(debt + equity)	15%
		WACC	9,9%
Implicit multipl.		Terminal value assumptions	
EV/Sales	2,4 2,0 1,7	Long term growth rate	3,0%
EV/EBITDA	17,7 12,0 9,3	Long term EBIT margin	10,0%
EV/EBIT	56,4 23,8 15,4	Depreciation (% of sales)	3,0%
EV/NOPLAT	74,2 31,3 20,3	Capex (% of sales)	3,0%
P/E		Working cap. (% of sales)	22,4%
ROIC/WACC		Tax rate	24%
Current Share price	52,4		

EPB

Känslighetsanalys

		Long-term growth rate				
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC	8,9%	116	123	132	142	154
	9,4%	105	111	118	126	136
	9,9%	95	100	106	113	121
	10,4%	87	91	96	102	108
	10,9%	80	83	87	92	97
		Long-term EBIT margin				
		5,0%	7,5%	10,0%	12,5%	15,0%
WACC	8,9%	65	98	132	165	198
	9,4%	58	88	118	148	177
	9,9%	53	79	106	133	160
	10,4%	48	72	96	120	145
	10,9%	43	65	87	109	131

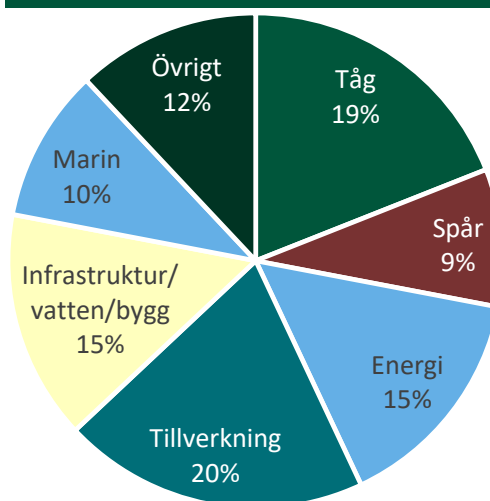
EPB

Bolagsfakta

Största aktieägare		Aktier
Stena		29,4%
Svolder		15,3%
Nordea Fonder		12,9%
Fjärde AP-fonden		8,9%
Clients		3,6%
Ordförande	Bo Elisson	
Verkställande direktör	Jenny Sjödahl	
Finansdirektör	Joakim Laurén	
Investerarkontakt	n.a	
Hemsida	https://www.beijergroup.com	

Holdings, Bolaget, EPB

Omsättning per kundsegment



Bolaget, EPB

Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Nettoomsättning	1 417	1 559	1 438	1 619	1 923	2 257	2 448
Kostnad sålda varor	-706	-748	-724	-782	-848	-935	-984
Bruttoresultat (rapporterat)	711	810	713	837	1 074	1 321	1 464
Försäljning och administration	-503	-549	-508	-572	-679	-797	-864
Forskning och utveckling	-136	-161	-187	-211	-250	-294	-319
Övriga rörelsekostnader	2	3	-3	14	17	19	21
EBIT (rapporterat)	74	103	16	68	162	250	302
Jämförelsestörande poster	0	0	-15	0	0	0	0
EBIT (justerat)	74	103	31	68	162	250	302
EBIT-marginal	5,2%	6,6%	2,1%	4,2%	8,4%	11,1%	12,3%
Avskrivningar	-77	-124	-148	-150	-160	-166	-168
EBITDA (rapporterat)	151	227	179	218	321	416	469
EBITDA (justerat)	151	227	194	218	321	416	469
Finansiella intäkter	2	2	0	0	0	0	0
Finansiella kostnader	-13	-14	-22	-19	-23	-22	-20
Resultat före skatt	63	92	-6	50	139	228	282
Skatter	-20	-27	0	-14	-30	-50	-62
Minoritetsintressen	0	0	0	0	-1	-1	-1
Nettoresultat (rapporterat)	44	65	-6	36	107	177	219
Nettoresultat (justerat)	44	65	10	39	107	177	219

Bolaget, EPB

Balansräkning

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
TILLGÅNGAR							
Goodwill	525	807	725	837	837	837	837
Övriga immateriella tillgångar	264	281	308	222	222	222	222
Materiella anläggningstillgångar	91	204	195	181	181	181	181
Räntebärande anläggningstillgångar	0	0	0	0	0	0	0
Innehav i intresseföretag och andelar	0	0	0	0	0	0	0
Övriga anläggningstillgångar	54	53	61	65	65	65	65
Summa anläggningstillgångar	934	1 346	1 289	1 305	1 305	1 305	1 305
Varulager	178	215	213	239	284	334	362
Kundfordringar	251	304	208	235	279	327	355
Övriga omsättningstillgångar	59	56	53	213	246	283	304
Likvida medel	94	122	121	147	130	130	130
Summa omsättningstillgångar	581	697	595	834	939	1 074	1 151
SUMMA TILLGÅNGAR	1 515	2 042	1 884	2 139	2 245	2 379	2 456
EGET KAPITAL OCH SKULDER							
Eget kapital	653	684	637	729	819	968	1 122
Minoritetsintressen	4	4	4	4	5	6	8
Summa eget kapital	657	689	641	733	824	974	1 130
Långfristiga finansiella skulder	300	486	469	389	346	266	150
Pensionsavsättningar	131	170	168	179	179	179	179
Uppskjutna skatteskulder	50	56	59	59	59	59	59
Övriga långfristiga skulder	9	105	108	71	71	71	71
Summa långfristiga skulder	491	816	804	697	655	574	459
Kortfristiga finansiella skulder	75	223	156	391	391	391	391
Leverantörsskulder	111	126	106	119	141	166	180
Skatteskulder	7	7	8	8	8	8	8
Övriga kortfristiga skulder	175	181	170	191	227	266	289
Summa kortfristiga skulder	368	537	439	708	766	830	867
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	1 515	2 042	1 884	2 139	2 245	2 379	2 456

Bolaget, EPB

Kassaflödesanalys

	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Nettoresultat (rapporterat)	44	65	-6	36	107	176	218
Icke kassaflödespåverkande poster	91	140	155	157	161	168	171
Förändringar i rörelsekapital	-26	-21	45	-108	-64	-70	-40
Kassaflöde från den operationella verksamheten	109	183	194	85	204	274	348
Investeringar i anläggningstillgångar	-93	-97	-82	-66	-111	-116	-119
Fritt kassaflöde	17	86	112	18	93	158	230
Förvärv och avyttringar	-1	-238	0	-112	0	0	0
Utdelningar	0	-14	0	-14	-29	-43	-57
Nyemission / återköp	0	0	0	0	0	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	-14	191	-101	128	-81	-115	-172
Kassaflöde	1	25	11	20	-17	0	0
Omräkningsdifferenser i likvida medel	4	3	-12	6	0	0	0
Nettoskuld (inkl. IFRS 16)	280	587	504	633	617	551	428

Bolaget, EPB

Tillväxt och marginaler

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Organisk tillväxt	14%	4%	-14%	12%	17%	17%	8%
Omsättningstillväxt	18%	10%	-8%	13%	19%	17%	8%
EBIT-tillväxt, justerad	137%	32%	-58%	75%	107%	49%	19%
EPS-tillväxt, justerad	-790%	48%	-85%	285%	179%	64%	24%
Bruttomarginal	50%	52%	50%	52%	56%	59%	60%
EBITDA-marginal (justerad)	10,6%	14,6%	12,5%	13,5%	16,7%	18,4%	19,2%
EBIT-marginal (justerad)	5,2%	6,6%	2,1%	4,2%	8,4%	11,1%	12,3%
Skattesats	31%	29%	-4%	28%	22%	22%	22%

Bolaget, EPB

Kapitaleffektivitet

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
ROE, justerad	7%	10%	1%	6%	14%	20%	21%
ROCE, justerad	7%	8%	2%	4%	9%	14%	16%
ROIC	5%	6%	2%	4%	8%	12%	14%
Investeringar / omsättning	7%	6%	6%	4%	6%	5%	5%
Varulager / omsättning	13%	14%	15%	15%	15%	15%	15%
Rörelsekapital / omsättning	13%	16%	13%	23%	22%	22%	22%
Kapitalomsättningshastighet	0,9x	0,8x	0,8x	0,8x	0,9x	0,9x	1,0x

Bolaget, EPB

Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Nettoskuld	280	587	504	633	607	527	411
Soliditet	43%	34%	34%	34%	37%	41%	46%
Nettoskuldsättningsgrad	43%	85%	79%	86%	74%	54%	36%
Nettoskuld / EBITDA	1,9x	2,6x	2,8x	2,9x	1,9x	1,3x	0,9x

Bolaget, EPB

Aktiedata

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
EPS, rapporterad	1,52	2,27	-0,20	1,25	3,75	6,16	7,61
EPS, justerad	1,52	2,25	0,35	1,33	3,71	6,09	7,53
FCF per aktie	0,62	3,29	3,92	0,64	3,24	5,52	8,02
Utdelning per aktie	0,50	0,00	0,00	0,50	1,00	1,50	2,00
Eget kapital per aktie	23,0	24,1	22,4	25,6	28,4	33,2	38,9
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (miljoner)	28,6	28,9	29,0	29,0	29,0	29,0	29,0

Bolaget, EPB

Värdering

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
P/E, justerat	23,8x	31,2x	117,9x	54,9x	18,9x	11,5x	9,3x
P/EK	1,6x	2,9x	1,8x	2,8x	2,5x	2,1x	1,8x
P/FCF	58,7x	21,3x	10,4x	114,9x	21,7x	12,7x	8,8x
FCF-yield	2%	5%	10%	1%	5%	8%	11%
Direktavkastning	1,4%	0,0%	0,0%	0,7%	1,4%	2,1%	2,8%
Utdelningsandel, justerad	33%	0%	0%	38%	27%	25%	27%
EV/Sales	0,9x	1,7x	1,2x	1,7x	1,4x	1,1x	1,0x
EV/EBITDA	8,7x	11,4x	9,3x	12,5x	8,2x	6,2x	5,2x
EV/EBIT, justerat	17,8x	25,1x	54,2x	39,9x	16,2x	10,2x	8,1x
Aktiekurs, årets slut	36,2	70,2	40,7	73,0	70,2	70,2	70,2
EV, årets slut	1 316	2 595	1 670	2 723	2 626	2 561	2 437

Bolaget, EPB

Denna publikation (nedan "Publikationen" har sammanställts av Erik Penser Bank (nedan "Banken") exklusivt för bankens kunder. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan således inte garanteras. Banken kan låta medarbetare från annan avdelning eller analyserat bolag (nedan "bolaget") läsa fakta eller serier av fakta för att få dessa verifierade. Banken lämnar inte i förväg ut slutsatser eller omdömen i Publikationen. Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns åsikter vid tillfället för upprättandet av Publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen.

Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd att ingå transaktioner. Informationen tar inte sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Informationen är därmed ingen personlig rekommendation eller ett investeringsråd.

Banken fransäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Placeringen kan öka eller minska i värde eller bli helt värdelös. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden

Motiverat värde och risk

Det motiverade värdet speglar ett värde för aktien per den dag analysen publicerats i ett intervall motsvarande ca 5-10%. Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument såsom till exempel kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler.

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde skall framgå av analysen och kan variera från bolag till bolag. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata och ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. Vad gäller risk klassificeras aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån ett antal kända parametrar som är relevanta för bolaget. En generell riktlinje för att klassificeras som låg risk är att bolaget har positivt kassaflöde och att ingen enskild faktor påverkar omsättningen mer än 20%. Motsvarande generella beskrivning av hög risk är att bolaget inte nått positivt kassaflöde alternativt att en enskild faktor påverkar omsättningen mer än 50%.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt analyserat bolag. Banken erhåller ersättning för nämnda tjänst från det analyserade bolaget. Potential- och riskklassificeringen uppdateras kontinuerligt. Klicka <https://www.penser.se/historiska-analysrekommendationer/> för att se historik över investeringsrekommendationer från Banken

Allmänt

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation mångfaldigas eller sprids. Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av materialets innehåll.

Banken har utarbetat en Etikpolicy samt en Intressekonfliktpolicy. Dessa syftar till att förebygga och förhindra intressekonflikter mellan kunders intressen och avdelningar inom Banken. Sättet som Banken använder för att förebygga intressekonflikter är bl. a. restriktiva kommunikationer (Chinese Walls). Analysavdelningen är fysiskt belägen avskild från Corporate Finance-avdelningen, som sitter i egen lokal. Corporate Finance-avdelningen får inte delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Det kan dock, från tid till annan, föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan ett bolag som förekommer i en Publikation och någon annan avdelning i Banken än Analysavdelningen. Banken har utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för Investeringsrekommendation.

Från tid till annan utför Banken uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut, till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i omnämnt bolag. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Banken och dess anställda följer svenska fondhandlarförningens riktlinjer för anställdas affärer. Den analytiker som har utarbetat en Investeringsanalys som avses i 11 kap. 8 § FFFS 2007:16 och andra som medverkat i detta arbete får inte för egen räkning handla i be-rörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instru-ment i strid med gällande rekommendation. Bankens Compliance-avdelning övervakar anställdas transaktioner.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat. Varken Banken eller de personer som sammanställt denna publikation har innehav (varken långa eller korta) i analyserat bolags emitterade finansiella instrument överstigande 0,5 % av det analyserade bolagets aktiekapital.

För det aktuella bolaget utför Banken även analys i enlighet med villkoren för den kostnadsbelagda tjänsten "Penser Access". Klicka här <https://epaccess.penser.se/> för mer information om tjänsten.

Erik Penser Bank har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn

Erik Penser Bank (*publ.*)

Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM

tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 www.penser.se