



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Förförsvbolag | Sweden | 9 June 2021

Beijer Electronics Group

Fördubblingspotential om målen uppfylls

Strukturell tillväxt i flera marknadssegment

Beijer Electronics Group (Beijer Group) ser strukturell tillväxt i flera slutmarknader inklusive järnväg och infrastruktur och vi tror att försäljningen till ställverk kan komma att växa kraftigt kommande år då uppgraderingsbehovet är enormt. På våra estimat kommer detta leda till tvåsiffrig tillväxt. På kort sikt kommer omsättningen gynnas av en stark orderbok som ännu inte har fakturerats ut.

Högre omsättning kommer lyfta marginalen

Bolagets långsiktiga strategi utmynnar i att växa 10% per år med potential för 15% marginal. Koncernen var på väg mot sina mål – innan pandemin slog till. Under pandemin har kostnadsbasen sänkts och i takt med att tillväxten återkommer räknar vi med att lönsamheten stiger. Orderingången indikerar att bolaget återigen är på väg att nå kritiskt massa.

Fördubblingspotential om de uppfyller sina mål

Vi estimerar en marginal på 9% för koncernen 2023e och 12% 2025e, vilket är lägre än bolagets målsättningar. Anledningen är den historiskt låga marginalen i två affärsenheter. Om Beijer Group skulle lyckas uppfylla sina mål ser vi potential för aktien att fördubblas. Givet historiken tar marknaden ingenting för givet utan det är upp till bolaget att leverera.

Estimatändring (SEK)				Prognos (SEK)					Risk och Avkastning	
	Nu	Förr			20	21e	22e	23e	Motiverat värde	64.00 - 68.00
EPS, just 21e	1.01	1.01	0.0%	Sales,m	1,438	1,577	1,810	2,038	Current price	SEK51.60
EPS, just 22e	2.47	2.47	0.0%	Sales Growth	(7.8)%	9.7%	14.8%	12.6%	Riskenivå	Medium
EPS, just 23e	4.07	4.07	0.0%	EBITDA, m	164	187	267	350	Kursutveckling 12 mån	
Kommande händelser Delårsrapport Q2 2021 2021-07-14 Delårsrapport Q3 2021 2021-10-26				EBIT, m	15.8	52.4	112.7	175.5		
				EPS, adj	0.35	1.01	2.47	4.07		
				EPS Growth	(84.7)%	191.4%	145.9%	64.6%		
Bolagsfakta (mkr) Antal aktier 28.6m Market cap 1,477 Nettoskuld 504 EV 1,982 Avg. No. of Daily Traded Sh. 10.4(k) Reuters/Bloomberg BELE.ST/BELE SS				Equity/Share	22.4	23.3	25.5	29.3	Analytiker markus.almerud@penser.se	
				Dividend	0.00	0.30	0.65	1.00		
				EBIT Marginal	1.1%	3.3%	6.2%	8.6%		
				ROE (%)	1.4%	4.8%	11.1%	16.2%		
				ROCE	2.1%	3.6%	7.4%	11.3%		
				EV/Sales	1.38x	1.26x	1.09x	0.97x		
				EV/EBITDA	12.1x	10.6x	7.4x	5.7x		
				EV/EBIT	125.3x	37.8x	17.6x	11.3x		
				P/E, adj	149.4x	51.3x	20.9x	12.7x		
				P/Equity	2.3x	2.2x	2.0x	1.8x		
				Dividend yield	0.0%	0.6%	1.3%	1.9%		
				FCF yield	9.6%	6.3%	8.7%	11.3%		
				Net Debt/EBITDA	3.1g	3.0g	1.9g	1.2g		



Sammanfattning

Fördubblingspotential om målen uppfylls

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.

Bolags profil

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 2020 omsatte man 1,4 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.

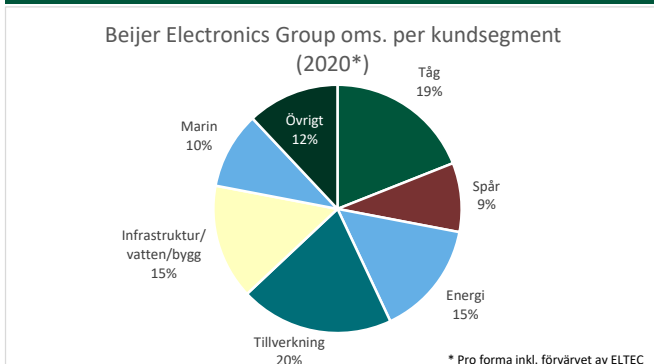
Värdering

Vi använder en blandning av värderingsmetoder för att värdera Beijer Electronics Group. För att ta hänsyn till den strukturella tillväxten framför allt på ställverksidan sätter vi våra målmultiplar på 2025e och nuvärdesberäknar sedan värdena. I vår SOTP 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 64–68 kr.

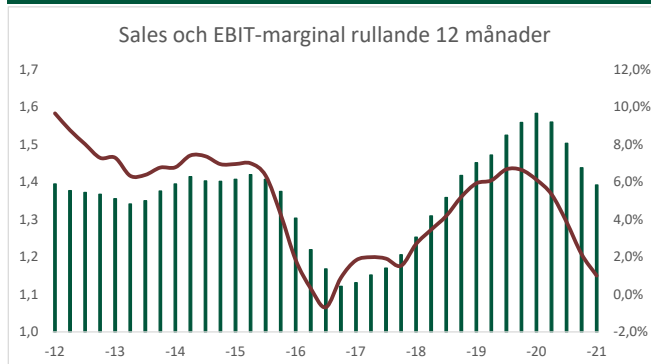
På grund av historiken reflekterar vår värdering inte att bolaget når sitt marginalmål (15%). Samtidigt tror vi att orderingången indikerar att koncernen är på väg att nå kritisk massa, vilket borde lyfta marginalerna. För att illustrera detta har vi gjort ett bull case där vi har brutit ut komponenterna. Om till exempel Beijer Electronics skulle nå sitt marginalmål till 2025e så finns det ytterligare 15 kr uppsida i aktien. Vårt bull case visar att om Beijer Electronics skulle nå 14% marginal 2025e (16% för Westermo, 15% för Beijer Electronics och 10% för Korenix) så är aktien värd 86 kr och om försäljningen dessutom blir bättre än vad vårt huvudscenario visar (16% försäljnings-CAGR mot 12% i vårt huvudscenario, 16% för Beijer Electronics mot 10% och 15% för Korenix mot 9%) så finns det uppsida till 124 kr baserat på vår SOTP.

Beijer Electronics Group i bilder

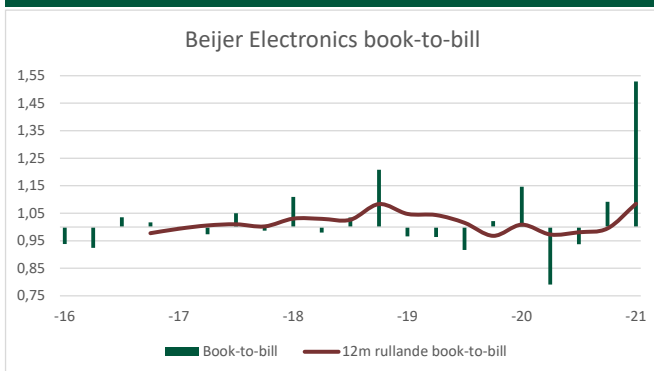
Tåg och spår, generell tillverkning och energi är de största slutmarknaderna



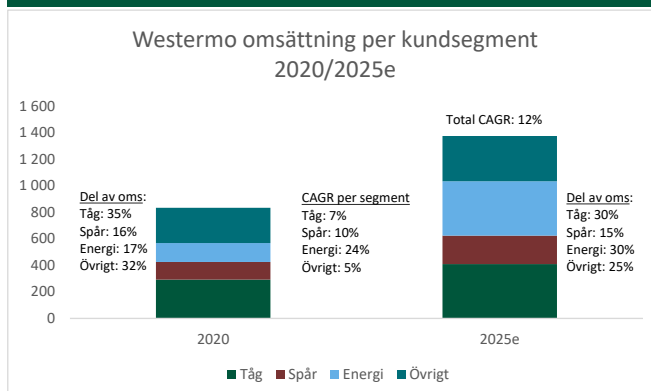
Innan pandemin var bolaget på väg att nå kritisk volym...



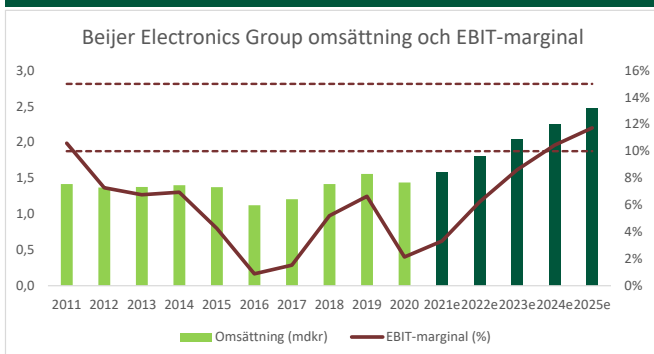
...och nu indikerar orderingsgången att volymerna är på väg tillbaka



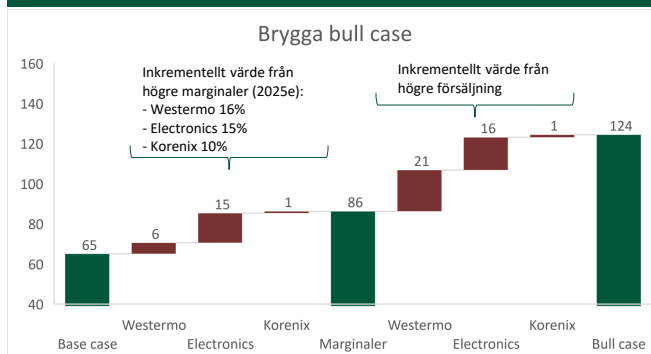
Flera kundsegment, däribland tåg och spår och energi, ser strukturell tillväxt



Vi estimerar 9% EBIT-marginal 2023e och 12% 2025e...



...vilket ger 65 kr i värde med potential till 86 kr om marginalmålen skulle uppnås



Bolaget, EPB för samtliga diagram

Beijer Electronics Group – bolagsbeskrivning och historik

Beijer Electronics Group 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. Produkterna blir tekniskt godkända hos kunderna och fortsätter ofta att levereras under produkternas livslängd vilket innebär en hög grad av repetitiv affär. Bolaget har huvudkontor i Malmö och har 825 anställda. Under 2020 omsatte man 1,4 mdkr.

Exempel på produkter

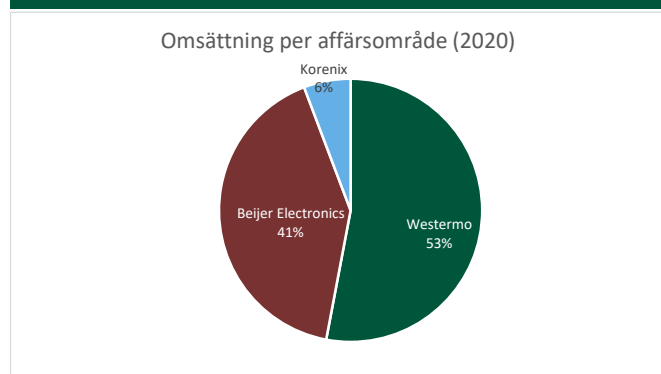


Bolaget, EPB

Koncernen bedriver R&D i Malmö och Västerås i Sverige samt i Tyskland, Taiwan, Schweiz och på Irland. 2020 spenderade bolaget 13% av försäljningen på R&D. Produktionen sker i Stora Sundby i Sverige, Taipei i Taiwan, Bubicon i Schweiz och Dublin på Irland. Man har egen försäljningsorganisation i 18 länder och distribution i ytterligare 60.

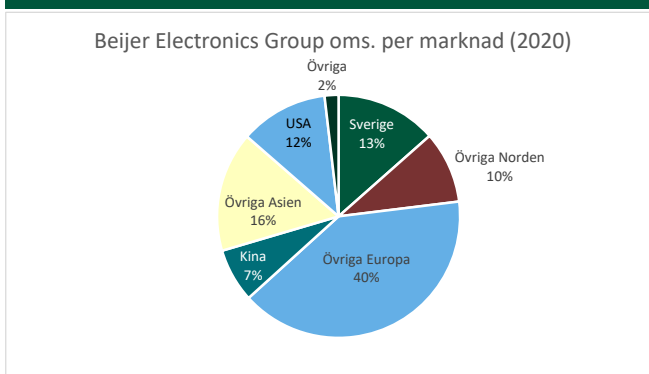
Bolaget har tre affärsenheter och Europa står för 63% av försäljningen. Organisationen är präglad av en hög grad av decentralisering. Tåg och Spår tillsammans med Energi och Generell Tillverkning är de största kundsegmenten.

Westermo är det största affärsområdet



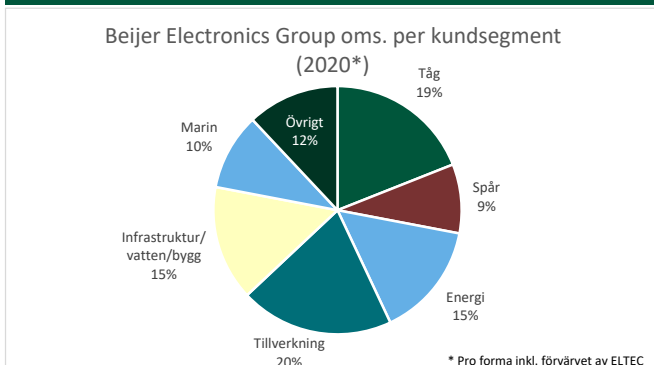
Bolaget, EPB

Europa står för två tredjedelar av försäljningen



Bolaget, EPB

Tåg och spår, generell tillverkning och energi är de största slutmarknaderna



Bolaget, EPB

Av 6% CAGR 2017–2020 har förvärv har stått för ca hälften



Bolaget, EPB

Har som målsättning att nå organisk tillväxt på 10% och en EBIT-marginal på 15%

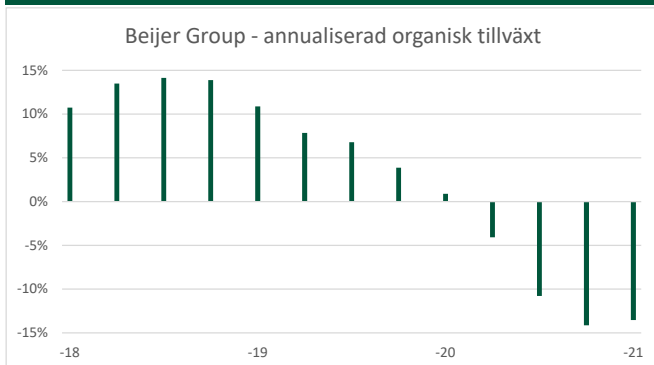
1981 kom Beijer Electronics Group överens med Mitsubishi Electric att distribuera deras produkter och fram till 2010 utökades och/eller justerades detta avtal successivt. Avtalet sades upp i december 2015 och 2016 presenterade bolaget en ny långsiktig strategi.

En stor del av produkterna 2015–2016 började nå slutet på sin livslängd – det började bli svårt att få tag på komponenter. För att hantera "teknik-skulden" ökade fokus på produktutveckling och 2015–2017 såg stora produktförändringar. Beijer är idag en renodlad teknikkoncern där egenutvecklade produkter och tjänster, både mjuk- och hårdvara, står för över 90% av försäljningen och vi tror att 60–70% av produktinnehållet är mjukvara. Merparten av försäljningen 2020 utgjordes av produkter som utvecklats de senaste fyra åren.

Strategin utmynnar i att koncernens olika affärsenheter ska ha kapacitet att visa 10% organisk tillväxt och ha potential att nå en EBIT-marginal på 15%. Efter tre år av tvåsiffrig genomsnittlig organisk tillväxt drev pandemin ner den organiska tillväxten till tvåsiffrig negativa tal och marginalen följde efter.

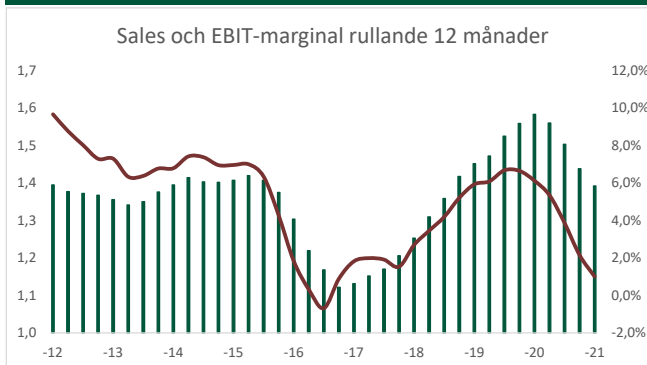
Under de senaste tre åren har Westermo, den största affärsenheten, gjort tre tilläggsförvärv som tillsammans har adderat 250 mkr (omsättningen 2019 var ca 1,6 mdkr). Sedan 2017 har koncernen vuxit 6% per år i genomsnitt, varav hälften är organiskt. En viktig anledning till detta är nedgången 2020, och om man lyfter blicken några år och tar hänsyn även till det senaste förvärvet (som gjordes 2021) så kommer merparten av tillväxten vara organisk. Se mer om detta nedan i avsnittet som går igenom estimaten i mer detalj.

Tvåsiffrigt negativ organisk tillväxt i 2020...



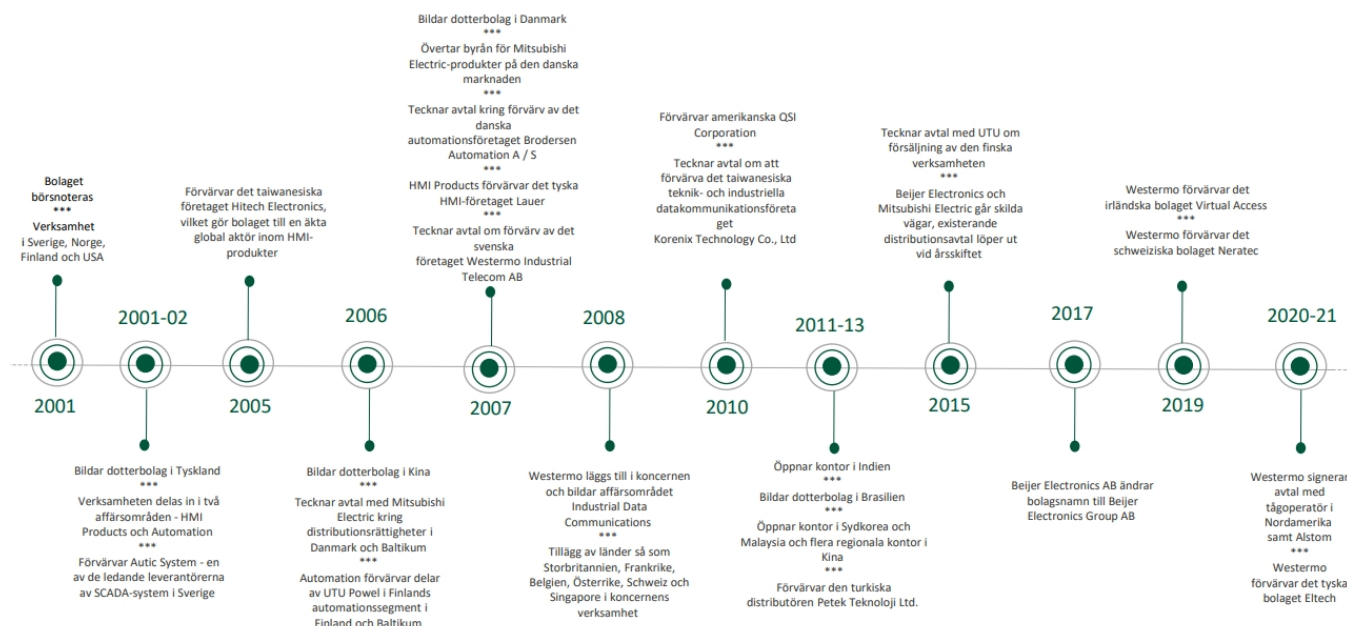
Bolaget, EPB

...och marginalen följde efter



Bolaget, EPB

De officiella finansiella målen, som presenterades i Q1 2016, är att koncernen ska ha en organisk tillväxt på minst 7% och att EBIT-marginalen ska vara minst 10% mätt över en cykel.



Westermo – stabil och strukturell tillväxt

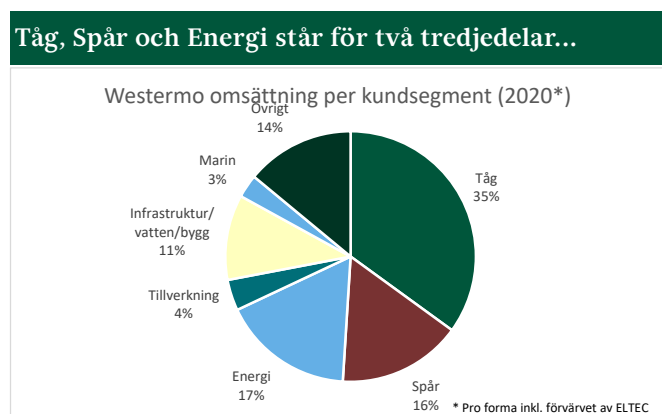
Westermo, Beijer Electronic Groups största affärsenhet, ser strukturell tillväxt i tågindustrin samt i kraft- och elnätmarknaderna. Elnäten är i stort behov av upprustning och vi tror att försäljningen till energi och framför allt till ställverk kan vara lika stor som till tåg om fem år. Detta leder till tvåsiffrig försäljnings-CAGR de kommande fem åren, vilket kommer driva marginalerna till 15% 2025e i linje med bolagets mål. Vi värderar Westermo till 53 kr per Beijer Electronic Group-aktie vilket är i linje med var kursen står idag för hela koncernen.

Tåg, spår och energi är Westermos största slutmarknader

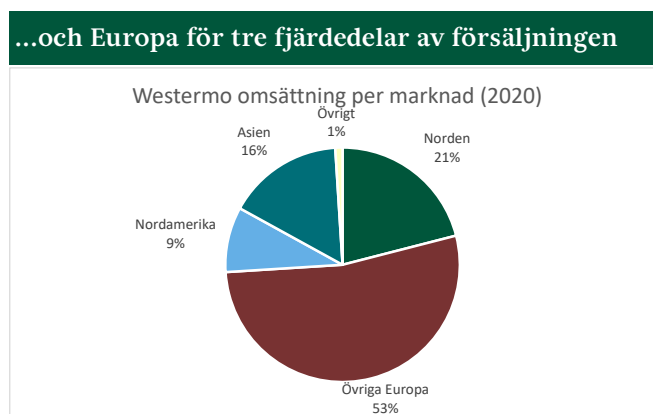
Westermo utvecklar och tillverkar robusta nätverksprodukter för tillförlitlig datakommunikation – framför allt switchar med relaterad mjukvara. Produkterna används oftast i extremt utsatta miljöer. Affärsenheten har 320 medarbetare, ca 800 mkr i omsättning och egen verksamhet i 13 länder med distributionspartners i ytterligare 46. Utveckling och produktion sker i huvudsak i Sverige och divisionen spenderar 14% av omsättningen på R&D.

50% av försäljningen genereras av återkommande affärer och 80% sker genom egna säljkanaler. Westermo har fem tusen kunder varav de tio största stod för 50% av försäljningen 2020. De största kunderna är Alstom-Bombardier, ABB och Stadler.

Tåg och spår är tillsammans med energi de största slutmarknaderna och har också stått för den största delen av tillväxten – tåg mer än fördubblades till 200 mkr i försäljning 2019 jämfört med 2016. Affärsenheten har riktade satsningar på järnvägsinfrastruktur (tåg och spår) samt eldistribution (energi).



Bolaget, EPB



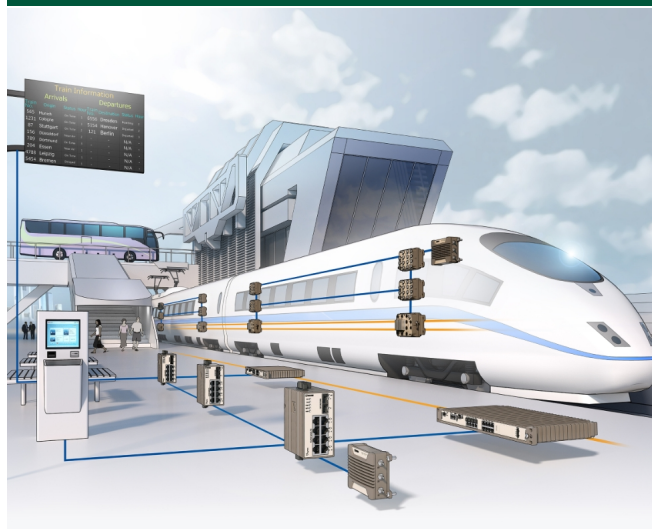
Bolaget, EPB

Exempel på applikationer av Westermos produkter



Bolaget, EPB

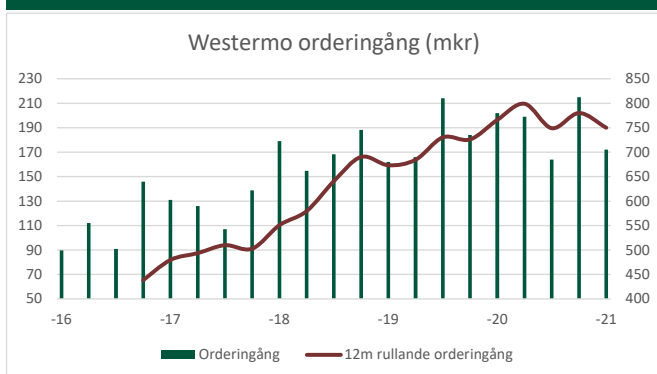
Exempel på var Westermos produkter används



Bolaget, EPB

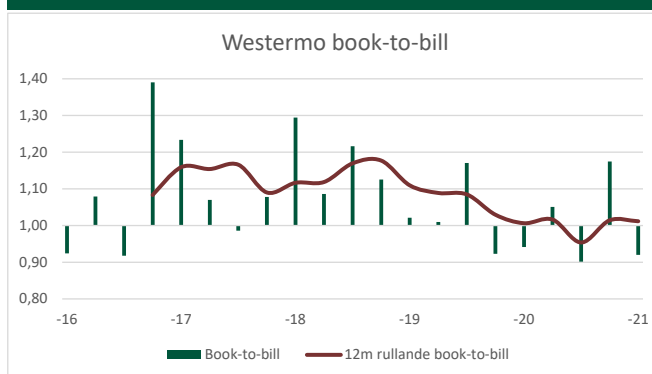
Överblick över Westermos finansiella historik

Orderingången har varit relativt stabil



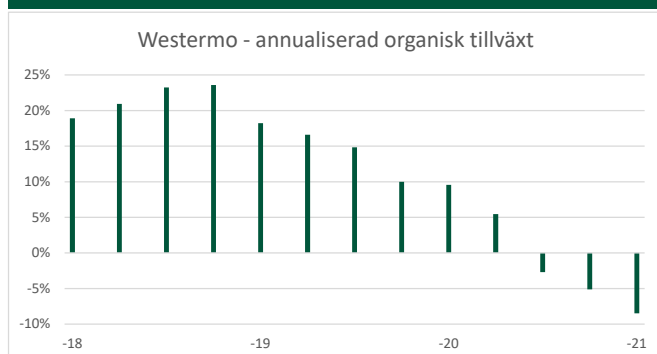
Bolaget, EPB

Rullande book-to-bill ligger runt 1



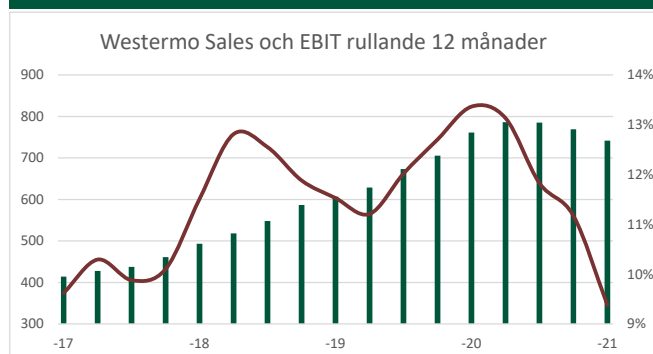
Bolaget, EPB

Den organiska tillväxten har inte vänt än



Bolaget, EPB

11% CAGR 2015–2020



Bolaget, EPB

Tågindustrin växer med låga ensiffriga tal

Även om den globala järnvägsindustrin också har haft det svårt under pandemin – passagerartrafiken föll med en tredjedel medan godstransporterna föll med höga ensiffriga tal enligt ledande järnvägskonsulten SCI Verkehr – så finns klara strukturella drivkrafter för industrin. Urbaniseringen och lägre utsläpp är två tungt vägande skäl och järnväg borde vara en av vinnarna av stimulanser som har annonserats i spåren av pandemin.

I och med den europeiska gröna given (European Green Deal) som syftar till att minska utsläppen med 90% till 2050 är Europa en av ledarna i utsläppsarbetet. En del av given är att antalet höghastighetståg ska fördubblas till 2030 och att godstransporterna ska fördubblas till 2050. Initiativ från medlemsländer inkluderar Frankrike som kommer förbjuda inrikesflyg dit man kan åka tåg på mindre än 2,5 timmar och Deutsche Bahn, det tyska tågbolaget, som planerar att skifta 4,3 miljoner passagerare från flyg till tåg.

Även om järnväg borde vara en generell vinnare av stimulanspaketerna ser vi stimulanser som är öronmärkta till tåg både i Europa, i USA och i Indien:

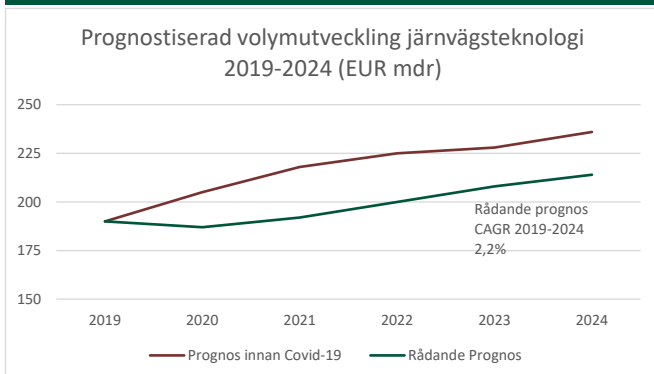
- EU kommer satsa mer än EUR 50 mdr på järnväg
- USA planerar på att rusta upp kollektivtrafiken för USD 85 mdr och kommer spendera USD 80 mdr på passagerartrafik
- Indien kommer satsa USD 15 mdr på att rusta upp järnvägen

Som en följd av pandemin har prognoserna för järnvägsmarknaderna kommit ner och International Railway Journal väntar sig nu tillväxt på 2,2% för 2019–2024 (ca 4% CAGR från botten 2020) för järnvägsmarknaderna som helhet. SCI Verkehr prognostiserar att tåg växer 3,6% 2019–2024.

Samtidigt växer smarta tåg kraftigt, även om marknaden fortfarande är liten. Allied Market Research prognostiserar till exempel 13% CAGR 2020–2027 – från EUR 15 mdr till EUR 32 mdr (hela järnverksmarknaden estimerades till EUR 191 mdr 2019).

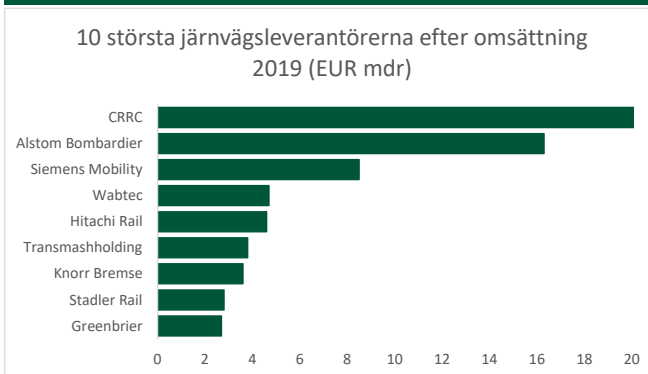
Sammantaget är Westermo mycket väl positionerade för att kapitalisera på dessa trender.

Järnvägsmarknaderna estimeras växa 2,2% per år 2019–2024



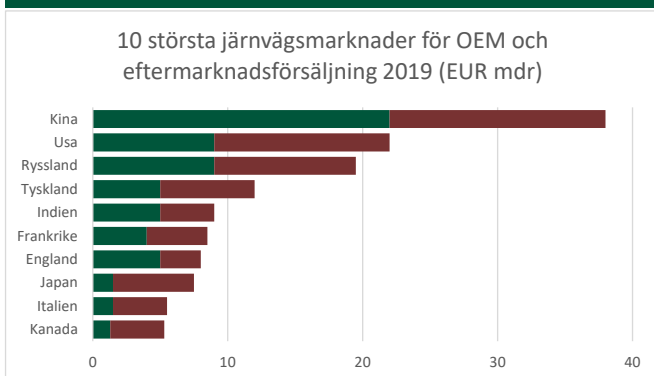
International Railway Journal, EPB

CRRC, Alstom, Bombardier och Siemens är de största tåg tillverkarna



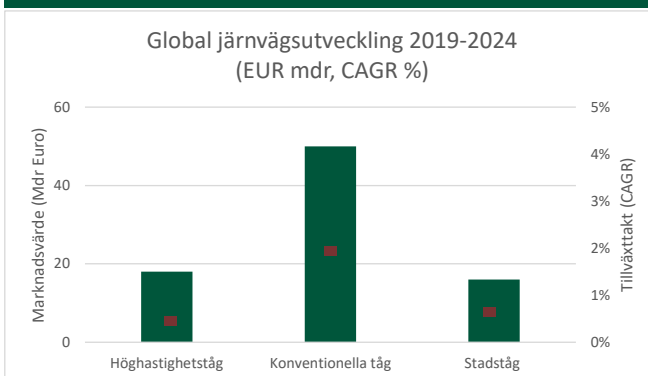
International Railway Journal, EPB

Kina är den största tågmarknaden följt av USA



International Railway Journal, EPB

Konventionella tåg den främsta tillväxtdrivaren



International Railway Journal, EPB

Kraftig tillväxt i kraft- och elnätmarknaden

Även kraft- och elnätmarknaderna gynnas av strukturella drivkrafter. Generellt är el- och kraftnäten kraftigt föråldrade och i stort behov av upprustning och modernisering. Samtidigt ökar antalet smarta städer, vi ser en kraftig tillväxt av elbilar och vi ser ny teknologi såsom HVDC (High Voltage Direct Current) som hjälper att skicka el från avlägsna platser med minimal förlust. Alla dessa trender driver behovet av investeringar i kraft- och elnäten.

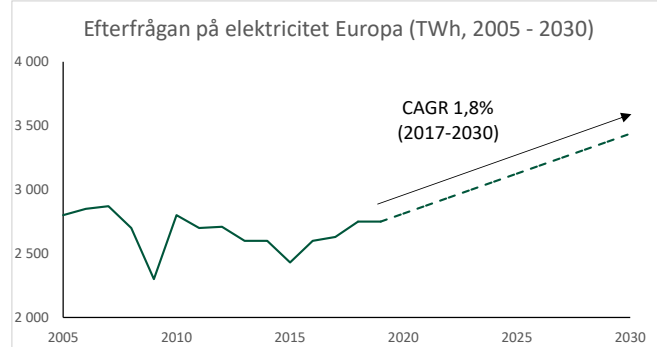
Enligt Eurelectric, en intresseorganisation för den europeiska elindustrin med 3 500 medlemmar i 32 länder, kommer efterfrågan på el växa med 1,8% per år 2017–2030 med Tyskland som största bidragsgivare med 3% tillväxt per år.

I Europa är en tredjedel av elnäten idag mer än 40 år gamla. 2030 kommer detta antal att stiga till över hälften och enligt Eurelectric kommer det behövs ca EUR 400 mdr av investeringar för att näten ska bli bra nog. Uttryckt på ett annat sätt anser Eurelectric att investeringarna behöver öka med 50–70% per år det kommande decenniet.

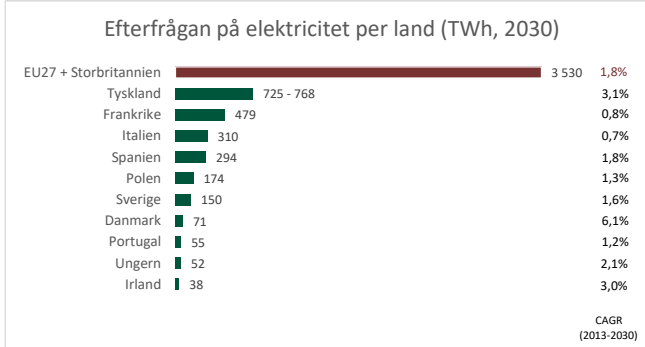
I USA har den installerade basen en genomsnittlig ålder på 40 år med mer än en fjärdedel som är mer än 50 år gammal, enligt Public Utilities Fortnightly. Konsultfirman MarshMcLennan tror att över 22 000 kilometers kraftnät i USA behöver uppgraderas de kommande tre decennierna (som jämförelse är det cirka 40 000 km runt ekvatorn). Bara att nå samma nivå som idag skulle kräva investeringar på ca USD 700 mdr. Med den ökande efterfrågan på el från elektrifieringen och den ökade genereringen från förnyelsebara energikällor behöver näten dessutom decentraliseras samt leda betydligt mer el. Enligt konsultfirman kan det komma att behövas så mycket som USD 1 000 mdr i investeringar till 2050 för att säkra eltillförseln.

Vi tror att kraftgenerering och eldistributionsmarknaderna kommer växa med 6–7% per år till 2025 med runt 7% tillväxt per år för digitala ställverk. Utöver detta kommer Westermo från en relativt sett låg bas och med tanke på att infrastrukturen är så gammal som den är och eftersom uppgraderingsbehovet är så stort som det är så tycker vi att Westermo har ett guldgläde för att kapitalisera på den förväntat kraftiga utvecklingen.

1,8% tillväxt i efterfrågan...



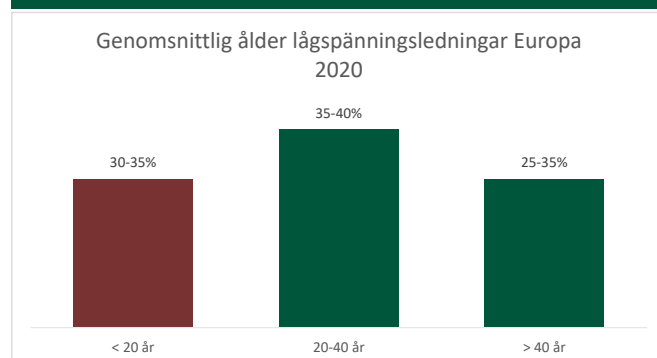
...drivs av Tyskland



Eurelectric, EPB

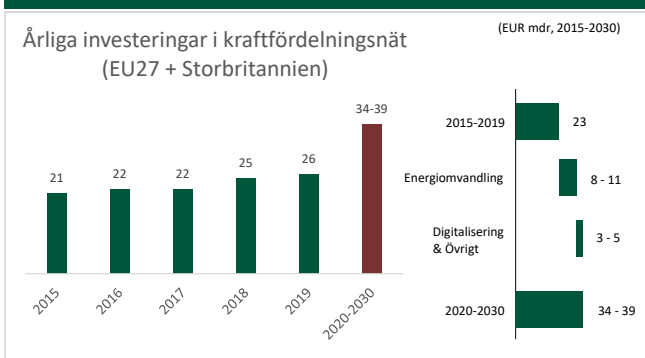
Eurelectric, EPB

Ca en tredjedel av elnäten i Europa är mer än 40 år gamla...



Eurelectric, EPB

...och investeringarna behöver öka med 50–70% per år för att möta de ökande behoven



Eurelectric, EPB

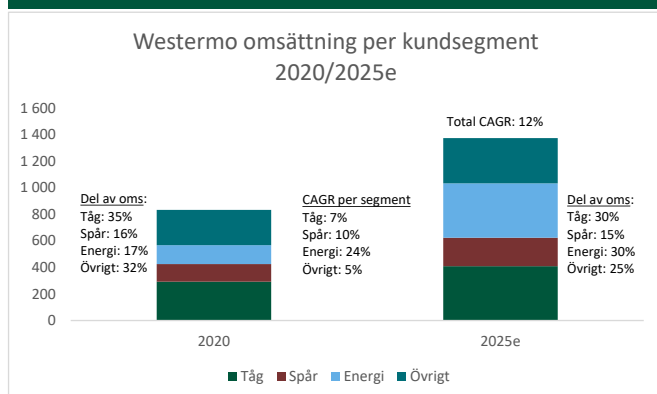
Vi ser tvåsiffrig tillväxt i omsättning och resultat

Under namnet Wegrow fokuserar Westermo på tåg, spår och energi (primärt ställverk). Vi estimerar tvåsiffrig genomsnittlig försäljningstillväxt 2020–2025e. Antagandena som ligger till grund för våra estimat är följande:

- Tåg växer med 7% per år (segmentet växte från 20 mkr till 200 mkr 2015–2019)
- Spår växer med 10% per år, vilket är i linje med koncernens målsättning
- Mot bakgrund av de stora investeringsbehoven i marknaden tror vi att Energi kan göra samma resa som Tåg och tror att segmentet kan vara lika stort som Tåg inom fem år. Detta ger årlig tillväxt på 24%.

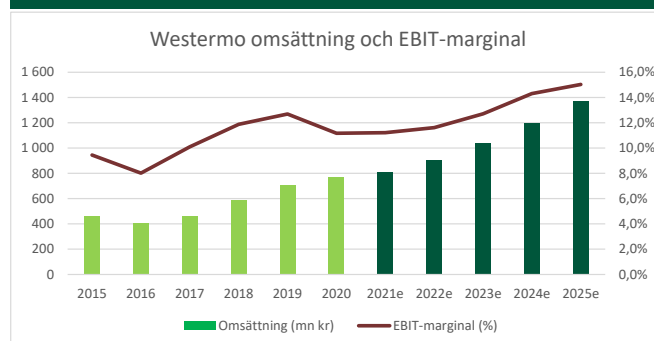
Marginalen har varit relativt stabil de senaste åren och vi antar att detta kommer att fortsätta. Vi har antagit en inkrementell marginal på cirka 20% för perioden vilket leder till en marginal på ca 15% 2025e vilket tillsammans med omsättningstillväxten leder till en EBIT CAGR på nära 20% för perioden.

12% omsättnings-CAGR 2020–2025e



Bolaget, EPB

Marginalen kommer fortsätta vara relativt stabil



Bolaget, EPB

Vi värderar Westermo till 1,5 mdkr eller 53 kr per Beijer Electronics Group-aktie

I vår SOTP använder vi målmultiplar (EV/EBIT) på vinsten 2025e och diskonterar sedan tillbaka till idag. Anledningen till att vi använder 2025 är att vi vill fånga tillväxten i Energi till fullo. Vi använder 14x EBIT för att reflektera den strukturella tillväxten och den relativt sett stabila marginalen.

Vårt base case reflekterar 15% marginal 2025e vilket är i linje med vad bolaget strävar efter. Vårt bull case antar att Energi når samma omsättning som Tåg redan 2023e samt att marginalen når 15% 2023e medan vårt bear case antar att Energi växer i linje med Tåg och Spår och därmed fortfarande motsvarar ca hälften av omsättningen för Tåg 2025e samt att marginalen är stabil på runt 11% genom hela perioden. Intervallet för vårt bear and bull case är 28–78 kr.

19% EBIT-CAGR i vårt base case, 6% i vårt bear case och 25 i vårt bull case

Westermo	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	CAGR
Base case							
Sales *	769	810	908	1 044	1 200	1 374	12%
Tåg	292					409	7%
Spår	133					215	10%
Energi	142					409	24%
Övrigt	267					341	5%
Org. growth	-5%	2%	10%	15%	15%	14%	11%
EBIT	86	91	105	133	172	207	19%
Margin	11,2%	11,2%	11,6%	12,7%	14,3%	15,0%	
Bear case							
Sales	769	777	832	890	961	1 039	6%
Tåg	292					373	5%
Spår	133					170	5%
Energi	142					186	6%
Övrigt	267					309	3%
Org. growth	-5%	-2%	5%	7%	8%	8%	5%
EBIT	86	86	92	99	108	117	6%
Margin	11,2%	11,1%	11,1%	11,2%	11,2%	11,3%	
Bull case							
Sales	769	860	1 049	1 291	1 459	1 639	16%
Tåg	292					470	10%
Spår	133					235	12%
Energi	142					559	32%
Övrigt	267					374	7%
Org. growth	-5%	9%	20%	23%	13%	12%	15%
EBIT	86	104	142	190	224	260	25%
Margin	11,2%	12,1%	13,5%	14,7%	15,3%	15,9%	

* Försäljningen per segment 2020 inkluderar ELTEC pro-forma medan totalen är rapporterad

Bolaget, EPB

Westermo är värd 53 kr per Beijer-aktie i vårt base case

Westermo	Base	Bear	Bull
2020			
Sales	769	769	769
EBIT	86	86	86
Marginal	11,2%	11,2%	11,2%
2025			
Sales	1 374	1 039	1 639
CAGR	12%	6%	16%
Tåg	7%	5%	10%
Spår	10%	5%	12%
Energi	24%	6%	32%
Övrigt	5%	3%	7%
EBIT	207	117	260
Marginal	15,0%	11,3%	15,9%
EBIT CAGR	19%	6%	25%
EV/EBIT	14x	14x	14x
EV 2025	2,9	1,6	3,6
EV nuvärde	1,9	1,2	2,6
ND (latest)	0,4	0,4	0,4
Equity value	1,5	0,8	2,2
Per aktie (SEK)	53	28	78

Beijer Electronics – optionalitet och potentiell uppsida

Drivet av framför allt digitaliseringen växer Beijer Electronics marknader med 6–7% över tid. Lönsamheten har historiskt sett varit skral men med en lägre kostnadsbas efter pandemin krävs framför allt högre volymer för att få högre lönsamhet. Med stark konjunktur, medvind från infrastrukturpaket och stimulanser samt den högsta ordergången för fartyg sedan 2013–14 såg vi den näst högsta ordergången sedan 2016 i Q1'21 och vi borde se bra momentum kommande kvartal. Vi ser tvåsiffrig tillväxt i omsättningen kommande år och ser en marginal på nästan 11% 2025e, vilket vi ser som ett konservativt antagande. Vi värderar Electronics till 22 kr per aktie med potentiell uppsida till över 50 kr om de skulle nå sina mål.

Tillverkningsindustrin är Beijer Electronics största slutmarknad

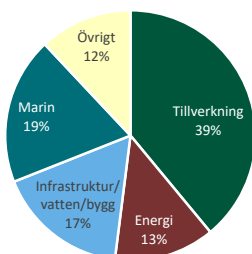
Beijer Electronics (Electronics) utvecklar och tillverkar digitala lösningar till kontrollsystem med HMI-produkter (Human-Machine Interface) som kärna. Marknaden uppskattas till 36 mdkr (EUR 3,5 mdr) och växer 6–7% per år. Affärsenheten har 345 medarbetare, 600 mkr i omsättning och har egen verksamhet i 11 länder. Utveckling och produktion finns i Sverige, Tyskland och Taiwan. De har ca 3 000 kunder varav de 10 största stod för runt 30% 2020.

Electronics har de senaste åren fasat ut gamla produktfamiljer och utfasningen av fyra gamla produktfamiljer slutfördes 2020. X2-serien introducerades 2016 och 2020 stod den för 61% av försäljningen. 2019 introducerades acirro+, Electronics IIoT-plattform som tillåter kunder att flytta data till molnet. Produkten har inte haft så stor effekt som man hade trott men bolaget ser stor potential.

Tillverkningsindustrin är den största slutmarknaden följt av Marin och Infrastruktur och tillsammans med Energi är dessa fokus för divisionen. Den gemensamma tillväxtfaktorn för dessa är digitaliseringen.

Tillverkningsindustri är den största slutmarknaden

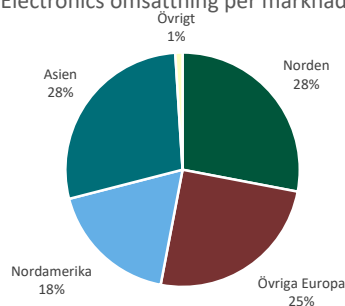
Beijer Electronics oms. per kundsegment (2020)



Bolaget, EPB

Europa står för strax över 50% av omsättningen

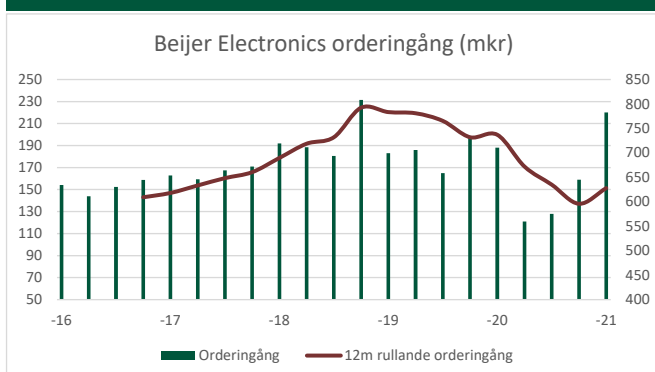
Beijer Electronics omsättning per marknad (2020)



Bolaget, EPB

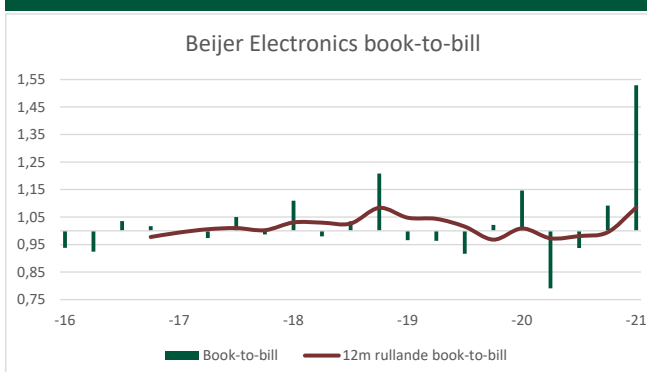
Överblick över Beijer Electronics finansiella historik

Stark ordergång i Q1'21...



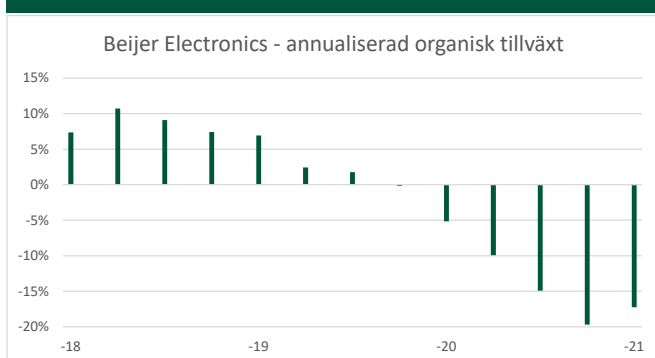
Bolaget, EPB

...ger en book-to-bill på klart över 1



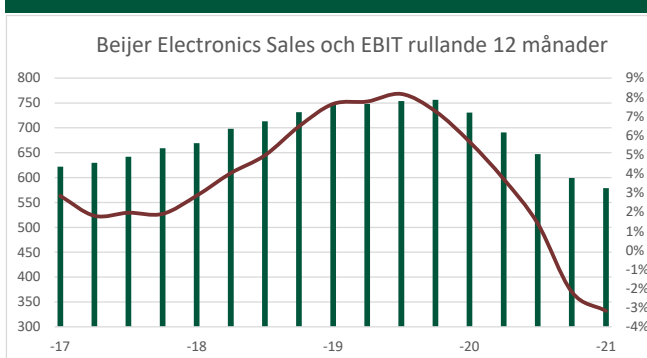
Bolaget, EPB

Q4'20 kan ha varit botten på den organiska tillväxttrenden...



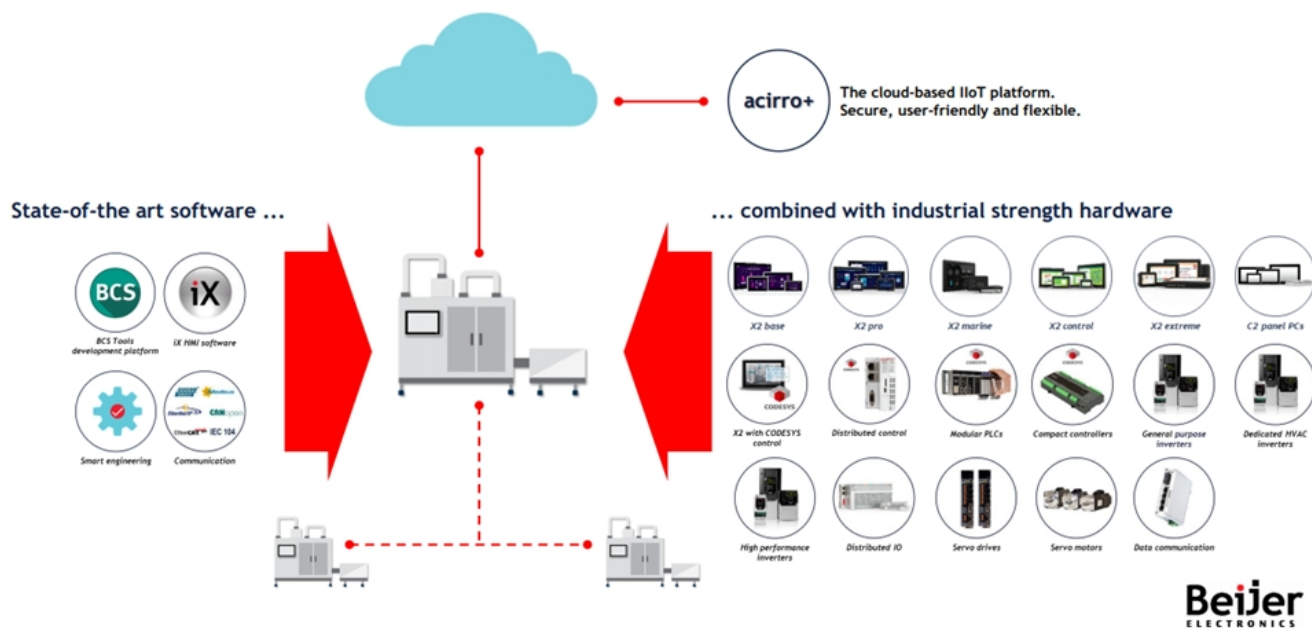
Bolaget, EPB

Marginalen har varit i en nedåtgående trend de senaste par åren



EPB, Bolaget

Exempel på produkter



Bolaget, EPB

Exempel på applikation av Beijer Electronics produkter

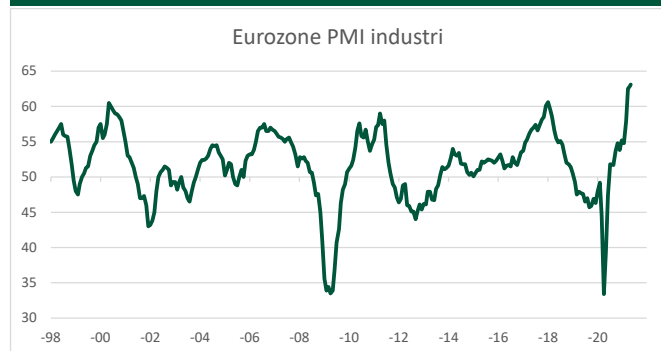


Bolaget, EPB

Gynnsam efterfrågebild med historiskt höga inköpschefsindex...

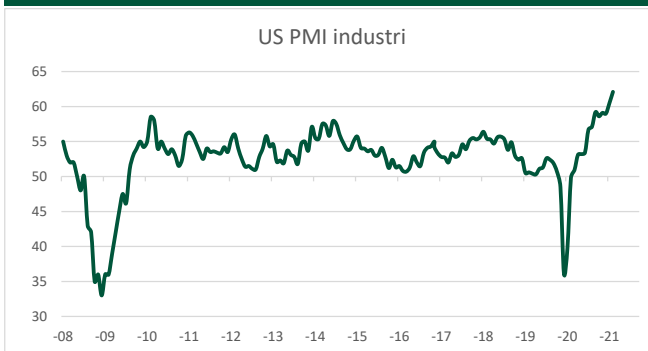
Aktivitetsnivån i industrin är historiskt hög, vilket illustreras av att inköpschefsindexen (PMI) för industrin är på historiskt höga nivåer. Global industri-PMI kom in på 56,0 i maj (över 50 indikerar tillväxt), vilket är den högsta nivån på 11 år. Styrkan drivs av såväl Eurozone som USA – båda är på högsta nivån någonsin. Det bör noteras att Tyskland har vänt ner, men också att maj visade det tredje bästa PMI någonsin.

Eurozone PMI...



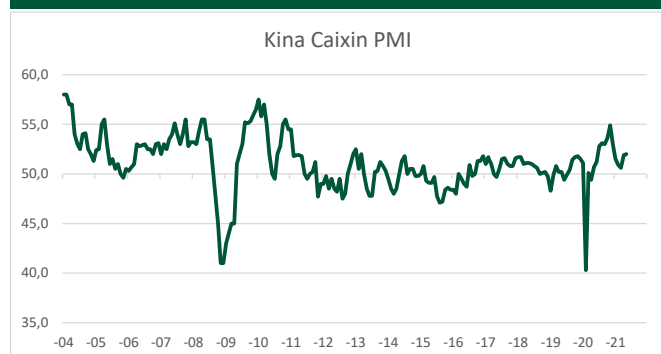
Markit, EPB

...liksom US PMI är på högsta nivå någonsin



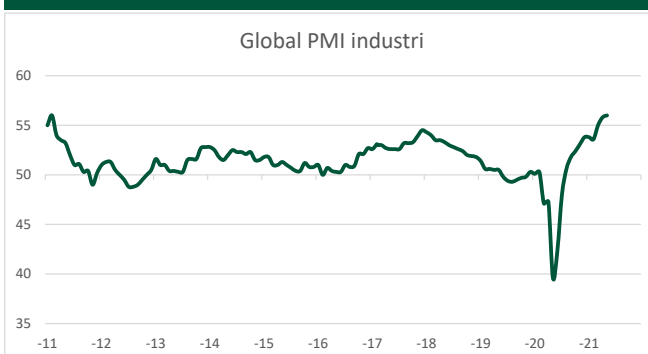
Markit, EPB

Även Kinas PMI är klart över 50...



Markit, EPB

...och globala industri-PMI är på högsta nivå på 11 år



Markit, EPB

...bra momentum i byggmarknaden...

Även byggmarknaden är stark, även om det är en blandad bild. Bygg-PMI för Eurozone ligger på runt 50 och Euroconstruct räknar med att europeiska byggmarknaden som helhet kommer växa med 1 procent 2021 och 5 procent 2022. USA är starkare – Architecture Billings Index (ABI), en amerikansk ekonomisk indikator för kommersiellt byggande, är på den högsta nivån sedan finanskrisen. Komatsu, den japanska tillverkaren av grävmaskiner och andra maskiner som används på byggen, ser 10–15% tillväxt 2021 i Europa medan de ser 5–10% tillväxt i Nordamerika.

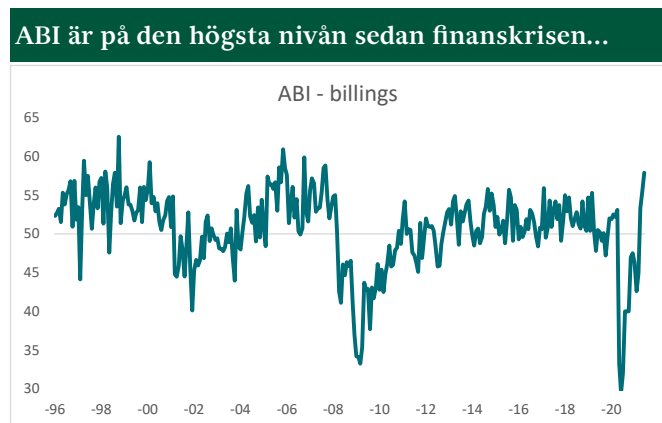
Infrastrukturmarknaderna borde samtidigt gynnas strukturellt under flera år av stimulanspaketen. Paketen som har annonserats inkluderar:

- EUR 130 mdr i Tyskland
- EUR 2 000 mdr i EU – EUR 1200 mdr i budgeten 2021–2027 och EUR 807m i NextGenerationEU som syftar till att hjälpa återhämtningen
- Som en del av President Bidens första budget som annonserades i slutet av maj var USD 1 700 mdr i satsningar öronmärkt för infrastruktur (utav totala USD 6 000 mdr)

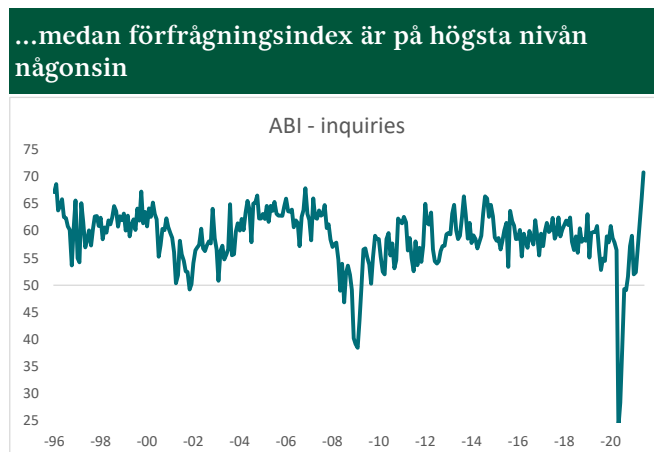
EU:s gröna giv (Green Deal) har vidare som målsättning att dubbla eller tredubbla renoveringstakten från nuvarande 1% per år. Byggnader står för närvarande för 40% av EU:s energikonsumtion. Detta borde vara positivt för byggmarknaden som helhet.

...och hög nivå på nya fartygskontrakt

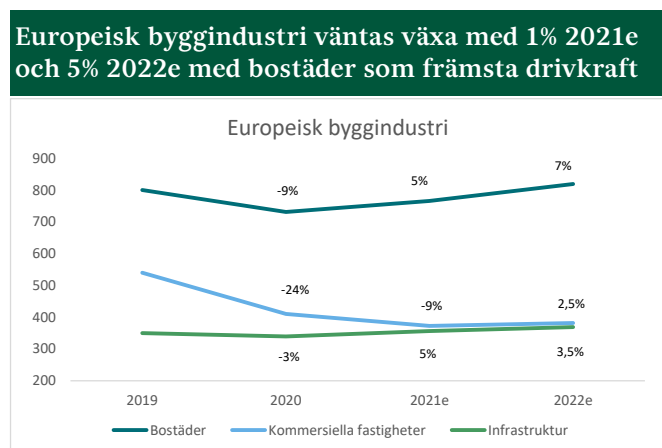
Enligt Clarksons Research är orderingen mätt som antal fartyg på den högsta nivån sedan 2013/14. Uppgången är framför allt driven av handelsfartyg.



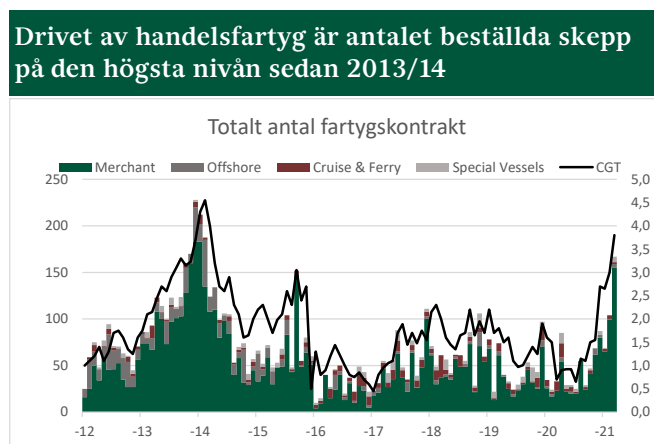
American Institute of Architects, EPB



American Institute of Architects, EPB



Euroconstruct, Systemair, EPB



Clarksons Research, Wärtsilä, EPB

Stark ordergång kommer ge bra momentum i omsättningen

Med en tyngdpunkt på de första åren estimerar vi tvåsiffrig genomsnittlig tillväxt i omsättningen för Beijer Electronics för 2020–2025e. Affärsenheten tappade inga viktiga kunder under nedgången och ett avtal med Otis i december 2019 kommer att ge 150 mkr i omsättning under en treårsperiod. En uppdaterad version av terminalen X2 Base har dessutom precis släppts vilket borde gynna tillväxten. Förutom en stabil underliggande konjunktur kommer man fortsätta gynnas av de strukturella drivkrafterna beskrivna ovan.

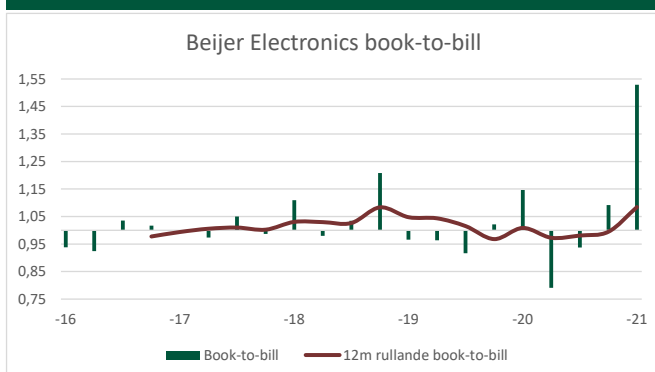
Med starka slutmarknader var orderingen stark det senaste kvartalet (17% y/y och 38% q/q) medan omsättningen drabbades negativt av brist på elektronikkomponenter samtidigt som försäljningen laggar orderingen. Detta innebär att orderingen i förhållande till omsättningen låg på över 1,5x i kvartalet och på 1,08x på rullande 12 månader. Med en relativt sett kort orderbok (runt ett kvartal) kommer detta driva försäljningen i närtid. Att en del

av orderingsgången (uppskattningsvis upp till 10%) berodde på lageruppbyggnad kommer hämma denna trend något men den underliggande marknaden är fortfarande stark.

Efter en negativ marginal 2020 räknar vi med en gradvis återhämtning och estimerar positiva siffror 2022. Vi har modellerat ca 25% inkrementell marginal för perioden. Besparingsprogrammet på 40–45 mkr är fullt genomfört och med nuvarande kostnadsbas är högre omsättning den viktigaste komponenten för att lyfta resultatet. Det är därför det är viktigt att orderingsgången är hög och att de underliggande marknaderna har bra momentum.

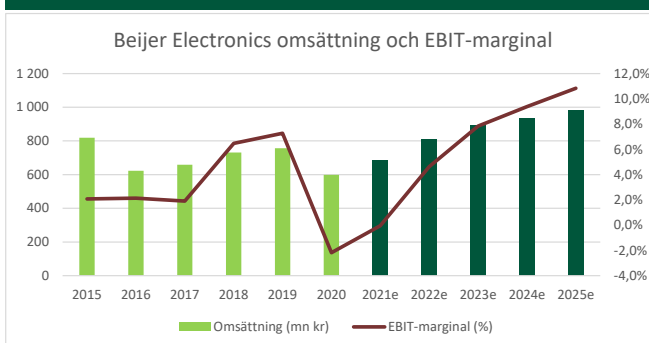
Med våra prognoser har vi nästan 11% marginal 2025e, vilket kan anses som konservativt givet att målsättningen på 15% marginal kvarstår.

Med book-to-bill på över 1,5x i Q1'21 var 12 månaders rullande book-to-bill 1,08x i Q1'21...



Bolaget, EPB

...och vi räknar med tvåsiffrig omsättning-CAGR kommande år



Bolaget, EPB

Vi värderar Electronics till 0,6 mdkr eller 22 kr per Beijer Electronics Group-aktie

I vår SOTP använder vi målmultiplar (EV/EBIT) på vinsten 2025e och diskonterar sedan tillbaka till idag. Anledningen till att vi använder 2025 är att vi vill använda samma metodik som för Westermo. Vi använder 13x EBIT, vilket är lägre än för Westermo eftersom vi anser att den strukturella tillväxtkomponenten är lägre, för att reflektera den strukturella tillväxten och den relativt sett stabila marginalen.

Vårt base case reflekterar 11% marginal 2025e vilket är lägre än vad bolaget strävar efter men också rimligt på grund av historiken – Electronics måste bevisa sig för att vi ska våga lägga högre estimat. I vårt bull case antar vi att divisionen når 15% marginal samt att tillväxten fortsätter vara hög även 2024–2025e medan vårt bear case antar en snabbare normalisering av tillväxten tillsammans med en marginal på runt 5%, vilket är ungefär i linje med 2015–2019. Intervallet för vårt bear and bull case är 1–53 kr.

10% omsättnings-CAGR i vårt base case, 6% i vårt bear case och 16% i vårt bull case

Beijer Electronics	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	CAGR
Base case							
Sales	599	684	810	891	936	983	10%
Org. growth	-20%	18%	18%	10%	5%	5%	11%
EBIT	-13	0	38	70	88	106	-252%
Margin	-2,2%	0,0%	4,6%	7,8%	9,4%	10,8%	
Bear case							
Sales	599	633	697	732	754	777	5%
Org. growth	-20%	10%	10%	5%	3%	3%	6%
EBIT	-13	-3	13	24	30	37	-223%
Margin	-2,2%	-0,4%	1,9%	3,2%	4,0%	4,8%	
Bull case							
Sales	599	704	881	1 013	1 165	1 282	16%
Org. growth	-20%	21%	25%	15%	15%	10%	17%
EBIT	-13	18	72	111	157	192	-271%
Margin	-2,2%	2,6%	8,1%	11,0%	13,5%	15,0%	

Bolaget, EPB

Electronics är värd 22 kr per Beijer-aktie i vårt base case

Beijer Electronics	Base	Bear	Bull
2020			
Sales	599	599	599
EBIT	-13	-13	-13
Marginal	-2,2%	-2,2%	-2,2%
2025			
Sales	983	777	1 282
CAGR	10%	5%	16%
EBIT	106	37	192
Marginal	10,8%	4,8%	15,0%
EBIT CAGR	n.m	n.m	n.m
EV/EBIT	13x	12x	13x
EV 2025	1,4	0,4	2,5
EV nuvärde	0,9	0,3	1,8
ND (latest)	0,3	0,3	0,3
Equity value	0,6	0,0	1,5
Per aktie (SEK)	22	1	53

Korenix – liten del av helheten

Beijer Groups minsta affärsenhet Korenix struktur liknar Electronics och de två har inlett ett nära samarbete. Vi ser hög ensiffrig tillväxt i omsättningen de kommande fem åren och vi tror att den högre försäljningen kommer leda till gradvis förbättrad lönsamhet. Vi ser en marginal på 8% 2025e och ett värde för Korenix på 2 kr per aktie.

80% av försäljningen till tillverkningsindustrin och bygg

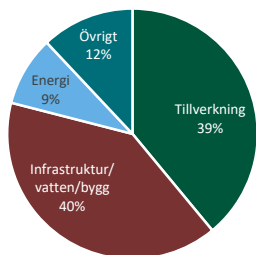
Korenix erbjuder avancerade kommunikationslösningar med inriktning på övervakning, säkerhet, informations- och kommunikationssystem. Erbjudandet omfattar både mjuk- och hårdvara och hårdvaruprogrammet innefattar ethernetswitchar, trådlösa switchar och routrar för 3G och 4G. De har en ny plattform – Korenix OSM Plattform – under utveckling. Produkten är byggd på en modulär design och den första produkten – JetNet-serien 5200 – lanserades 2020.

Affärsenheten har en struktur som liknar Electronics och de två samarbetar nära. Electronics har under Q1 etablerat sig som försäljningskanal åt Korenix. Försäljningen sker både genom egen säljorganisation och genom distributörer. Man har en egen säljorganisation i Taiwan samt 8 distributörer och 10 key accounts i Kina. Utanför Kina och Taiwan använder man sig av distributörer. OEM-kunder står för 9% av försäljningen och distributörer för 38%.

Affärsenheten har 133 medarbetare, hade 84 mkr i omsättning 2020 och har 3 000 kunder varav de 10 största svarade för ca 30% av försäljningen 2020. Tillverkningsindustrin och bygg och infrastruktur stod för 80% av försäljningen 2020.

Tillverknings- och byggindustrin står för 80% av försäljningen...

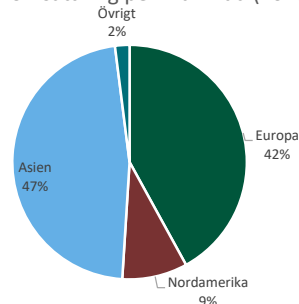
Korenix omsättning per kundsegment (2020)



Bolaget, EPB

...och lejonparten av försäljningen är i Asien och Europa

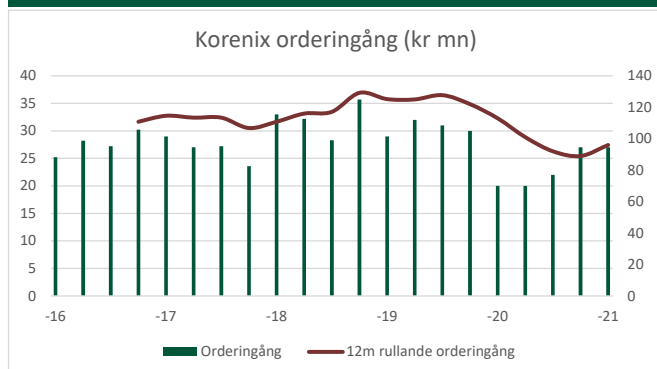
Korenix omsättning per marknad (2020)



Bolaget, EPB

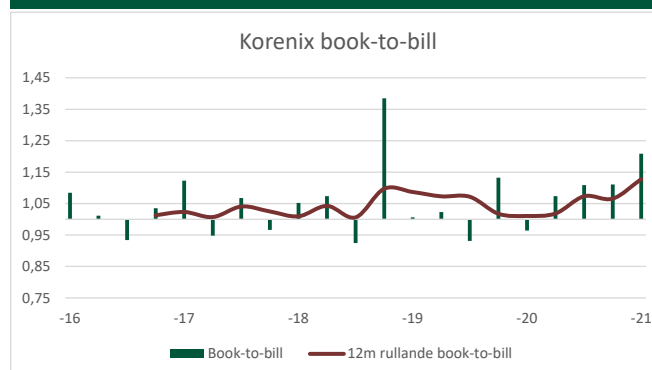
Överblick över Korenix finansiella historik

Orderingången har stigit kraftigt sedan botten i Q1'20



Bolaget, EPB

12 månaders rullande book-to-bill 1,13x



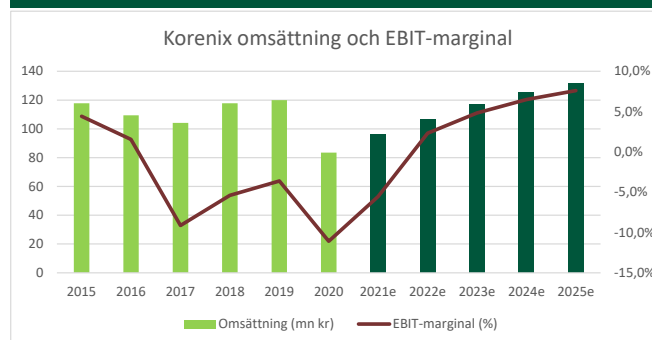
Bolaget, EPB

Den organiska tillväxttakten har vänt



EPB, Bolaget

Vi estimerar 8% marginal 2025e



Bolaget, EPB

Stark orderingång kommer ge bra momentum i omsättningen

Vi estimerar hög ensiffrig försäljnings-CAGR för Korenix för 2020–2025e. Affärsenheten har fortsatt hållit en hög aktivitet inom produktutveckling under nedgången. De tecknade flera viktiga kontrakt och avtal under 2020 med leverans under 2021. Till exempel ska Tai Power i Taiwan uppgradera mer än 500 ställverk under en sexårsperiod och Korenix är en av få leverantörer. Man har skrivit på fyra avtal om leverans av övervakningsutrustning till flygplatser.

Efter negativ marginal 2020 räknar vi med en gradvis förbättring av resultatet och estimerar positiva siffror 2023e. Vi använder en inkrementell marginal på 40% vilket förklaras med att de kommer från en mycket låg nivå. Besparingsprogrammen har sänkt kostnaderna med ca 25% under året och vi tror att de når en marginal på 8% 2025e. Detta är ungefär hälften av de 15% som bolaget har som målsättning men historiken för Korenix ger få indikationer på att de kan nå målsättningen och vi väljer att vara försiktiga i våra estimat.

Vi värderar Korenix till 45 mkr eller 2 kr per Beijer-aktie

I vår SOTP använder vi målmultiplar (EV/EBIT) på 2025e års vinst och diskonterar sedan tillbaka till idag. Anledningen till att vi använder 2025 är att vi vill använda samma metodik som för Westermo. Vi använder 13x EBIT, vilket är lägre än för Westermo eftersom vi anser att den strukturella tillväxtkomponenten är lägre.

Vårt base case reflekterar 7% marginal 2025e vilket är lägre än vad bolaget strävar efter men också rimligt på grund av historiken – Korenix måste bevisa sig för att vi ska våga lägga högre estimat. I vårt bull case antar vi att divisionen når ca 10% marginal samt att tillväxten fortsätter vara hög även 2024–2025e medan vårt bear case antar en snabbare

normalisering av tillväxten tillsammans med en marginal på runt 3%, vilket är högre än vad vi såg 2015–2019. Intervallet för vårt bear and bull case är 0–4 kr per Beijer-aktie.

9% omsättnings-CAGR i vårt base case, 5% i vårt bear case och 15% i vårt bull case

Korenix	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	CAGR
Base case							
Sales	84	97	106	117	125	131	9%
Org. growth	-29%	17%	10%	10%	7%	5%	10%
EBIT	-9	-5	2	6	8	10	n.m
Margin	-11,1%	-5,5%	2,3%	4,8%	6,5%	7,6%	
Bear case							
Sales	84	91	96	101	104	107	5%
Org. growth	-29%	11%	5%	5%	3%	3%	5%
EBIT	-9	-7	-3	1	2	4	n.m
Margin	-11,1%	-7,5%	-3,4%	0,6%	2,0%	3,4%	
Bull case							
Sales	84	103	118	136	153	168	15%
Org. growth	-29%	25%	15%	15%	12%	10%	15%
EBIT	-9	-3	1	7	11	16	n.m
Margin	-11,1%	-3,3%	1,0%	4,8%	7,5%	9,6%	

Bolaget, EPB

Korenix är värd 2 kr per Beijer-aktie i vårt base case

Korenix	Base	Bear	Bull
<u>2020</u>			
Sales	84	84	84
EBIT	-9	-9	-9
Marginal	-11,1%	-11,1%	-11,1%
<u>2025</u>			
Sales	131	107	168
CAGR	9%	5%	15%
EBIT	10	4	16
Marginal	7,6%	3,4%	9,6%
EBIT CAGR	n.m	n.m	n.m
EV/EBIT	13x	12x	13x
EV 2025	0,13	0,04	0,21
EV nuvärde	0,09	0,03	0,15
ND (latest)	0,04	0,04	0,04
Equity value	0,04	-0,01	0,11
Per aktie (SEK)	2	0	4

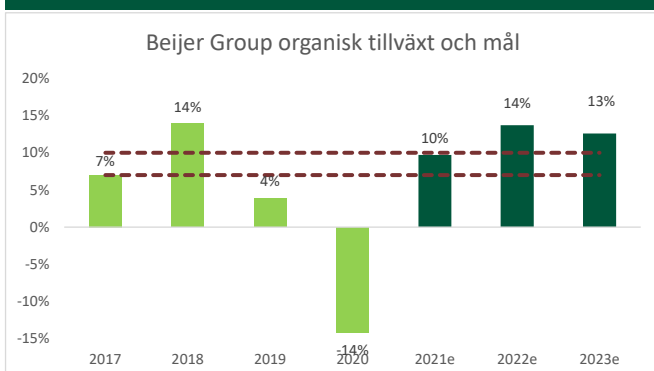
Estimat och Värdering

Överlag för koncernen ser vi tvåsiffrig organisk tillväxt 2021e–2023e kommande åren med något lägre tillväxt 2024e–2025e. Som en följd ser vi 9% marginal 2023e och 12% 2025e. Med en blandning av olika värderingsmetoder ser vi ett värde på 64–68 kr. Skulle bolaget visa tecken på att röra sig mot sitt marginalmål ser vi uppsida till 86 kr och skulle vi dessutom se bättre omsättning än väntat de kommande åren ser vi uppsida till över 120 kr.

Tvåsiffrig organisk tillväxt och marginal strax över 10% 2023e och 12% 2025e

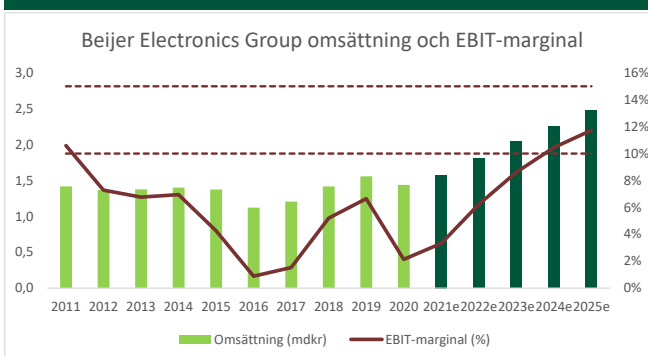
Sammantaget för koncernen ser vi tvåsiffrig organisk tillväxt under prognosperioden och ser marginalen komma nära det officiella finansiella målet (10%) 2023e och till 12% 2025e. För att nå de 15% som bolaget har som målsättning behöver vi se en signifikant förbättring i Electronics och Korenix och eftersom det inte finns några tecken på detta än så har vi inte reflekterat detta i våra estimat.

Vi ser tvåsiffrig organisk tillväxt för koncernen de kommande åren...



Bolaget, EPB

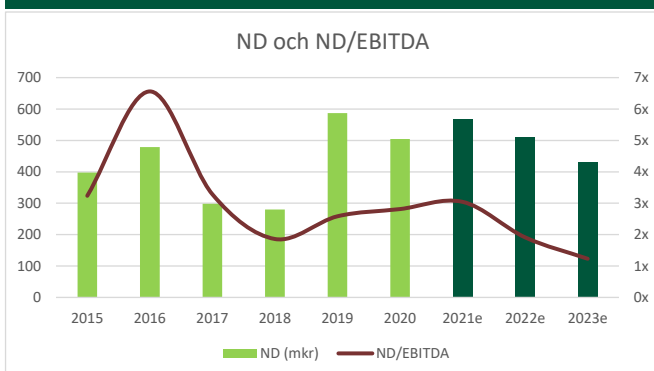
...vilket kommer leda till 10% marginal 2023e och 12% 2025e



Bolaget, EPB

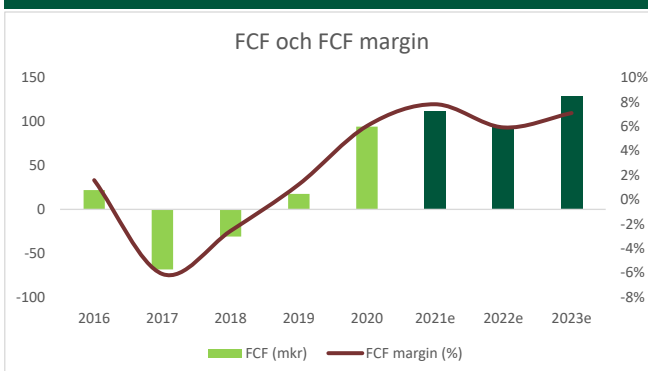
Efter tre förvärv och ett resultat som ännu inte hämtat sig helt efter pandemin ser vi ND/EBITDA på 3x 2021e men med goda kassaflöden 2020–2023e ser vi en successivt lägre nettoskuldsättning de kommande åren.

De tre förvärven de senaste åren har drivit ND/EBITDA till 3x...



Bolaget, EPB

...men med bra kassaflöden kommande år kommer skulderna minska

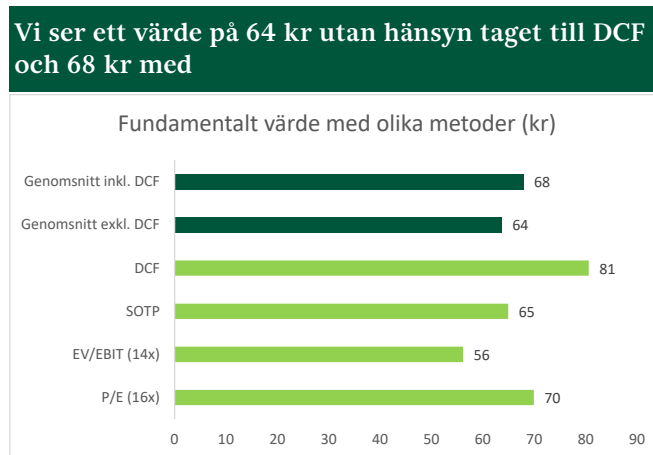
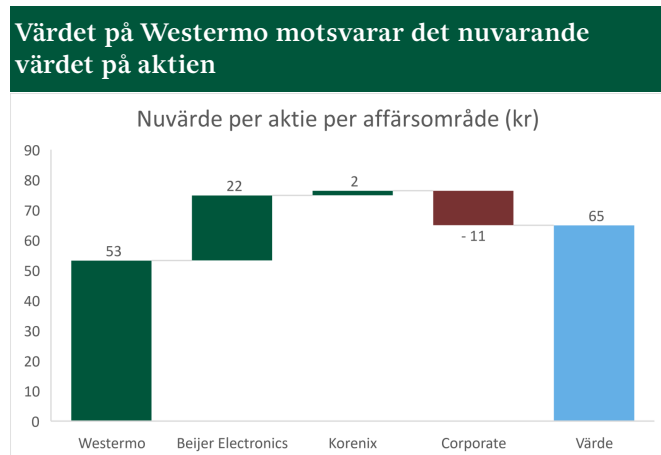


Bolaget, EPB

Värderingsintervall 64–68kr...

Med våra beräkningar motsvarar dagens aktiekurs ungefär värdet på Westermo, vilket dels betyder att Electronics och Korenix kommer på köpet och dels att koncernen behöver visa att dessa två (och särskilt Electronics) återhämtar sig för att vi ska se rejäl uppsida i aktien.

Med en blandning av värderingmetoder (se detaljer för samtliga beräkningar nedan) når vi ett genomsnittligt värde på 64 kr om vi inte tar hänsyn till DCF-värderingen och 68 kr om vi tar hänsyn till den.



EPB

EPB

Vi ser ett nuvärde på 81 kr i vår DCF

Valuation output	
Sum of PV of FCF (explicit period)	1.552
PV of terminal value (perpetuity formula)	1.459
Enterprise value	3.011
Latest net debt	703
Minority interests & other	0
Equity value	2.308
No. of shares outstanding (millions)	29
Equity value per share (SEK)	81

Vi använder en WACC på 10% i våra beräkningar

WACC assumptions	
Risk free nominal rate	0,4%
Risk premium	7,0%
Extra risk premium	2,0%
Beta	1,2
Cost of equity	11,2%
Cost of debt (pre-tax)	3,0%
Tax rate	24%
Target debt/(debt + equity)	15%
WACC	9,9%

Terminal value assumptions	
Long term growth rate	3,0%
Long term EBIT margin	10,0%
Depreciation (% of sales)	3,0%
Capex (% of sales)	3,0%
Working cap. (% of sales)	9,9%
Tax rate	24%

EPB

EPB

En marginal på 15% skulle ge ett värde på 117 kr

		Long-term growth rate				
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC	8,9%	87	93	100	108	118
	9,4%	79	84	89	96	104
	9,9%	72	76	81	86	92
	10,4%	65	69	73	78	83
	10,9%	60	63	66	70	75

		Long-term EBIT margin				
		5,0%	7,5%	10,0%	12,5%	15,0%
WACC	8,9%	54	77	100	123	145
	9,4%	49	69	89	110	130
	9,9%	44	62	81	99	117
	10,4%	40	57	73	89	106
	10,9%	37	51	66	81	96

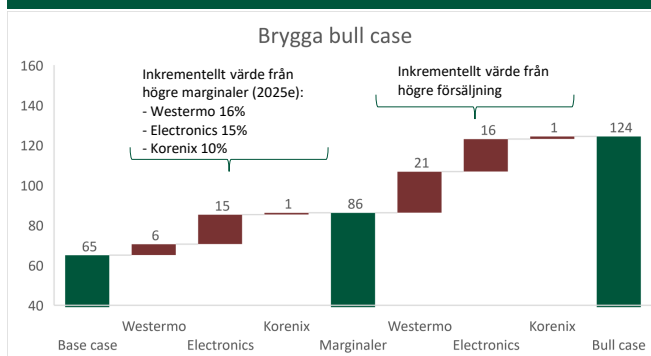
EPB

...med signifikant potentiell uppsida om de närmar sig sina mål

Som beskrivet ovan anser vi att vi tagit en konservativ ansats till våra estimat och värdering vilket är en följd av den historiskt låga lönsamheten i Beijer Electronics och Korenix. Det är däremot värt att poängtera att vi anser att koncernen var nära att nå kritisk massa innan pandemin slog till och även att tillväxten i orderingången indikerar att koncernen kan vara på väg tillbaka till dessa nivåer. Detta borde innebära att det finns potentiell uppsida i våra estimat och därmed värdering.

För att illustrera detta har vi brutit ut komponenterna i vårt Bull case, vilket återfinns i diagrammet nedan. Om till exempel Beijer Electronics skulle nå sitt marginalmål till 2025e så finns det ytterligare 15 kr uppsida i aktien. Vårt bull case visar att om Beijer Electronics Group skulle nå 14% marginal 2025e (16% för Westermo, 15% för Beijer Electronics och 10% för Korenix) så är aktien värd 86 kr och om försäljningen dessutom blir bättre än vad vårt huvudscenario visar (16% försäljnings-CAGR mot 12% i vårt huvudscenario, 16% för Beijer Electronics mot 10% och 15% för Korenix mot 9%) så finns det uppsida till 124 kr baserat på vår SOTP.

Signifikant uppsida om man lyfter marginalerna



EPB

14% marginal 2025e i vårt bull case...

Group	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	CAGR
Base case							
Sales	1 438	1 577	1 810	2 038	2 247	2 474	11%
Org. growth	-1%	10%	14%	13%	10%	10%	11%
EBIT	31	52	113	176	235	290	57%
Margin	2,1%	3,3%	6,2%	8,6%	10,5%	11,7%	
Bear case							
Sales	1 438	1 488	1 611	1 709	1 805	1 909	6%
Org. growth	-1%	4%	7%	6%	6%	6%	6%
EBIT	31	43	70	91	108	125	32%
Margin	2,1%	2,9%	4,3%	5,3%	6,0%	6,6%	
Bull case							
Sales	1 438	1 653	2 035	2 427	2 763	3 075	16%
Org. growth	-1%	15%	22%	19%	14%	11%	16%
EBIT	31	86	182	275	359	435	70%
Margin	2,1%	5,2%	8,9%	11,3%	13,0%	14,1%	

EPB

...ger ett värde på 88–94kr i vår multipelvärdering...

Group	Base	Bear	Bull
2020			
Sales	1 438	1 438	1 438
EBIT	31	31	31
Margin	2,1%	2,1%	2,1%
EPS	0,3	0,3	0,3
2025			
Sales	2 474	1 909	3 075
CAGR	11%	6%	16%
EBIT	290	125	435
Margin	11,7%	6,6%	14,1%
EBIT CAGR	57%	32%	70%
EPS	7,0	2,6	10,9
EPS growth	84%	51%	101%
P/E 2025	16x	16x	16x
2025 värde	113	41	175
Nuvärde	70	23	88
EV/EBIT 2025	14x	14x	14x
2025 EV	4,1	1,8	6,1
Nuvärde EV	2,7	1,1	4,0
Nettoskuld	703	703	703
EK	2,0	0,4	3,3
Per aktie	56	13	94

EPB

...och 124 kr i vår SOTP

SOTP	Base	Bull	Bear
Westermo	1 897	2 621	1 183
Beijer Electronics	908	1 796	321
Korenix	85	150	32
Corporate	-328	-328	-328
EV	2 562	4 240	1 207
ND	703	703	703
EK	1 859	3 537	504
Per aktie	65	124	18

EPB

Värde per aktie och affärsområde i vår SOTP

SOTP	Base	Bull	Bear
Westermo	53	79	28
Beijer Electronics	22	53	1
Korenix	2	4	0
Corporate	-11	-11	-11
Värde	65	124	18

EPB

Ägarbild, styrelse och ledning

Ägarbild

Den största ägaren i Beijer Electronics Group sett till såväl kapital som röster är Stena Adacum AB med 29,5% respektive 29,7%. Därefter följer Svolder med 15,1% av kapitalet samt 15,3% av rösterna. Nordea Fonder med 11,1% av rösterna följs sedan av Fjärde AP Fonden vars röstetal är 9,7%

Styrelse

Bo Elisson, styrelseordförande

Invald i styrelsen 2013, styrelseordförande sedan 2017. Bo har tidigare erfarenhet från ASEA/ABB, bland annat som affärsområdeschef för ABB Robotics. Tidigare uppdrag innefattar även ordförande i Empower Oy in Finland, Flexlink AB och ADB Airfield Solutions i Belgien. Huvudsaklig sysselsättning som industriell rådgivare.

Johan Wester, styrelseledamot

Invald i styrelsen 2015. Övriga styrelseuppdrag innefattar styrelseordförande i Captum Group AB, S-Invest Trading AB och Stiftelsen TorslandaIdrott samt styrelseledamot i Midsona AB och Stena Renewable AB. Johan har tidigare erfarenhet från Arthur D. Little, Accenture och Flexlink, framförallt inom verksamhetsområdena SupplyChain Management, Strategi och Affärsutveckling. Huvudsaklig sysselsättning som Senior Vice President på Stena Adactum AB och Stena Sessan AB.

Ulrika Hagdahl, styrelseledamot

Invald i styrelsen 2006. Övriga uppdrag inkluderar VD och styrelseledamot i MontechInvest AB. Styrelseledamot i AB Idre Golf Ski & Spa, Invisio AB och Resolution Games AB. Styrelsesuppleant i Albanello AB. Ulrika har även erfarenhet som grundare av bolaget Orc Software AB där hon även var VD och ledamot.

Karin Gunnarsson, styrelseledamot

Invald i styrelsen 2018. Övriga styrelseuppdrag innefattar styrelseledamot i Concentric AB. Karin har erfarenhet från diverse befattningar inom Finans och Controlling på bolag som Telelogic och Trelleborg-koncernen samt Hexpol.

Lars Eklöf, styrelseledamot

Invald i styrelsen 2018. Lars huvudsakliga sysselsättning är President för Atlas Copcos Motor Vehicle Industry Division. Erfarenhet från olika positioner inom internationell industri på Atlas Copco såväl i Sverige som i Frankrike.

Koncernledning

Per Samuelsson

VD, sedan 2015. Övriga uppdrag innefattar ordförande i BTJ samt styrelseuppdrag inom Skåneägg och Priveq.

Joakim Laurén

Vice VD/CFO, sedan 2016.

Tim Webster

Senior VP Human Resources, sedan 2011.

Stefan Lager

VD för affärsenheten Beijer Electronics, sedan 2016.

Jenny Sjödahl

VD för affärsenheten Westermo, sedan 2016.

Wesley Chen

VD för affärsenheten Korenix, sedan 2017.

ESG-analys

Beijer Group erbjuder digitala lösningar för att säkerställa god kontroll, styrning och kommunikation. Teknikkoncernens produkter, som är utformade för kommunikation såväl maskiner sinsemellan som mellan människa och maskin, garanteras vara av hög kvalitet och är anpassade för att upprätthålla rådande säkerhetskrav i krävande miljöer. Bolaget fokuserar på marknader där digitalisering är av stor betydelse och produktportföljen utgörs till stor del av egna, nyutvecklade produkter vilket ger utrymme för god kontroll av viktiga hållbarhetsaspekter.

Environment

Fokus inom Beijer Group vad gäller miljöarbetet riktas främst mot produkternas avtryck. Genom att säkerställa funktionella och hållbara leverantörsled, ser Beijer Group betydande fördelar både i det sociala samarbetet parterna emellan, men även för minskat miljöavtryck. Bolaget har etablerade policyer som även kräver att leverantörer i fråga kan uppfylla fundamentala kravbilder. Detta genom att bland annat förbjuda bly från att användas i elektroniska produkter, vilket samtliga standardprodukter uppfyller genom kraven i RoHS-direktivet. Sedan 2018 har Beijer Group kommunicerat ut hållbarhetsrapporter. Detta representerar även bolagets vilja att transparent arbeta mot uppsatta mål, och uppfylla intressenters prioriteringar.

Social

Bolaget kommunicerar även ut ledningens roll i att undersöka att den etablerade Code of Conduct efterlevs. Genom god hållning internt, och ett gemensamt ansvar bland medarbetarna, skapas även större trygghet. Detta innefattar även nolltolerans gällande diskriminering eller särbehandling, samt visselblåsarfunktioner. Bolaget kommunicerar aktivt sitt bemötande av FN:s deklaration om de mänskliga rättigheterna samt ILO-deklarationen om grundläggande principer och rättigheter i arbetet.

Governance

Bolaget följer kontinuerligt upp det hållbarhetsarbete som utfärdas, vilket skapar möjlighet till förbättring. Koncernens kvalitets- och miljöledningssystem är certifierat enligt ISO 9001 (kvalitetsledningssystem) och i Sverige och Taiwan är flertalet av verksamheterna ISO 14001-certifierade (miljöledningssystem). Detta innebär säkerställande av att rådande krav följs samt att ett förbättringsarbete fortskrider gällande miljöfrågorna. Ledningssystemen granskas och revideras även av en auktoriserad tredjepartsrevisor, varpå certifikat sedan kan utfärdas.

Resultaträkning

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	1 417	1 559	1 438	1 577	1 810	2 038
Kostnad sålda varor	-706	-748	-724	-776	-838	-895
Bruttoresultat (rapporterat)	711	810	713	801	972	1 143
Försäljning och administration	-503	-549	-508	-557	-639	-720
Forskning och utveckling	-136	-161	-187	-205	-236	-266
Övriga rörelsekostnader	2	3	-3	14	16	18
EBIT (rapporterat)	74	103	16	52	113	176
Jämförelsestörande poster	0	0	-15	0	0	0
EBIT (justerat)	74	103	31	52	113	176
EBIT-marginal	5,2%	6,6%	2,1%	3,3%	6,2%	8,6%
Avskrivningar	-77	-124	-148	-135	-155	-174
EBITDA (rapporterat)	151	227	179	187	267	350
EBITDA (justerat)	151	227	194	187	267	350
Finansiella intäkter	2	2	0	0	0	0
Finansiella kostnader	-13	-14	-22	-13	-14	-13
Resultat före skatt	63	92	-6	40	99	163
Skatter	-20	-27	0	-9	-22	-36
Minoritetsintressen	0	0	0	-2	-6	-9
Nettoresultat (rapporterat)	44	65	-6	29	72	118
Nettoresultat (justerat)	44	65	10	29	72	118

Bolaget, EPB

Balansräkning

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
TILLGÅNGAR						
Goodwill	525	807	725	830	830	830
Övriga immateriella tillgångar	264	281	308	308	308	308
Materiella anläggningstillgångar	91	204	195	195	195	195
Räntebärande anläggningstillgångar	0	0	0	0	0	0
Innehav i intresseföretag och andelar	0	0	0	0	0	0
Övriga anläggningstillgångar	54	53	61	61	61	61
Summa anläggningstillgångar	934	1 346	1 289	1 394	1 394	1 394
Varulager	178	215	213	213	233	268
Kundfordringar	251	304	208	208	229	262
Övriga omsättningstillgångar	59	56	53	55	58	61
Likvida medel	94	122	121	130	130	130
Summa omsättningstillgångar	581	697	595	606	650	721
SUMMA TILLGÅNGAR	1 515	2 042	1 884	2 000	2 043	2 114
EGET KAPITAL OCH SKULDER						
Eget kapital	653	684	637	660	719	817
Minoritetsintressen	4	4	4	6	11	21
Summa eget kapital	657	689	641	666	730	838
Långfristiga finansiella skulder	300	486	469	543	485	404
Pensionsavsättningar	131	170	168	168	168	168
Uppskjutna skatteskulder	50	56	59	59	59	59
Övriga långfristiga skulder	9	105	108	108	108	108
Summa långfristiga skulder	491	816	804	878	820	739
Kortfristiga finansiella skulder	75	223	156	156	156	156
Leverantörsskulder	111	126	106	106	116	133
Skatteskulder	7	7	8	8	8	8
Övriga kortfristiga skulder	175	181	170	186	213	240
Summa kortfristiga skulder	368	537	439	456	493	537
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	1 515	2 042	1 884	2 000	2 043	2 114

Bolaget, EPB

Kassaflödesanalys

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Nettoreultat (rapporterat)	44	65	-6	29	72	118
Icke kassaflödespåverkande poster	91	140	155	139	166	193
Förändringar i rörelsekapital	-26	-21	45	15	-6	-27
Kassaflöde från den operationella verksamheten	109	183	194	183	232	283
Investeringar i anläggningstillgångar	-93	-97	-82	-90	-103	-116
Fritt kassaflöde	17	86	112	93	128	167
Förvärv och avyttringar	-1	-238	0	-105	0	0
Utdelningar	0	-14	0	-9	-19	-29
Nyemission / återköp	0	0	0	0	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	-14	191	-101	30	-110	-139
Kassaflöde	1	25	11	9	0	0
Omräkningsdifferenser i likvida medel	4	3	-12	0	0	0
Nettoskuld (inkl. IFRS 16)	280	587	504	570	511	430

Bolaget, EPB

Tillväxt och marginaler

	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Organisk tillväxt	14%	4%	-14%	10%	14%	13%
Omsättningstillväxt	18%	10%	-8%	10%	15%	13%
EBIT-tillväxt, justerad	137%	32%	-58%	43%	84%	48%
EPS-tillväxt, justerad	-790%	48%	-85%	191%	146%	65%
Bruttomarginal	50%	52%	50%	51%	54%	56%
EBITDA-marginal (justerad)	10,6%	14,6%	12,5%	11,9%	14,8%	17,2%
EBIT-marginal (justerad)	6,3%	7,6%	3,5%	4,5%	7,3%	9,6%
Skattesats	31%	29%	-4%	22%	22%	22%

Bolaget, EPB

Kapitaleffektivitet

	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
ROE, justerad	7%	10%	1%	5%	11%	16%
ROCE, justerad	7%	8%	2%	4%	7%	11%
ROIC	5%	6%	2%	3%	6%	10%
Investeringar / omsättning	7%	6%	6%	6%	6%	6%
Varulager / omsättning	13%	14%	15%	15%	15%	15%
Rörelsekapital / omsättning	13%	16%	13%	11%	10%	10%
Kapitalomsättningshastighet	0,9x	0,8x	0,8x	0,8x	0,9x	1,0x

Bolaget, EPB

Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Nettoskuld	280	587	504	570	511	430
Soliditet	43%	34%	34%	33%	36%	40%
Nettoskuldsättningsgrad	43%	85%	79%	86%	70%	51%
Nettoskuld / EBITDA	1,9x	2,6x	2,8x	3,0x	1,9x	1,2x

Bolaget, EPB

Aktiedata

	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
EPS, rapporterad	1,52	2,27	-0,20	1,02	2,50	4,12
EPS, justerad	1,52	2,25	0,35	1,01	2,47	4,07
FCF per aktie	0,62	3,29	3,92	3,26	4,49	5,85
Utdelning per aktie	0,50	0,00	0,00	0,30	0,65	1,00
Eget kapital per aktie	23,0	24,1	22,4	23,3	25,5	29,3
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (miljoner)	28,6	28,9	29,0	29,0	29,0	29,0

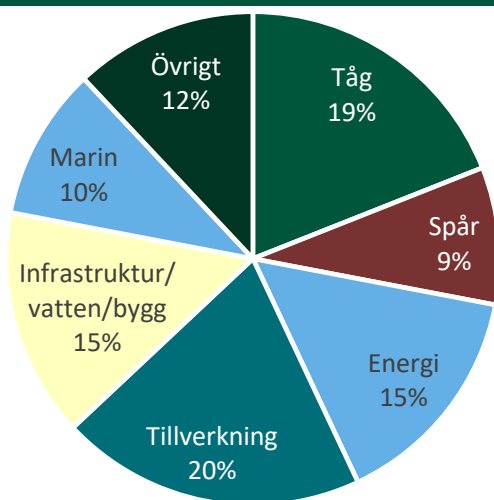
Bolaget, EPB

Värdering

	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
P/E, justerat	23,8x	31,2x	117,9x	51,3x	20,9x	12,7x
P/EK	1,6x	2,9x	1,8x	2,2x	2,0x	1,8x
P/FCF	58,7x	21,3x	10,4x	15,8x	11,5x	8,8x
FCF-yield	2%	5%	10%	6%	9%	11%
Direktavkastning	1,4%	0,0%	0,0%	0,6%	1,3%	1,9%
Utdelningsandel, justerat	33%	0%	0%	30%	26%	25%
EV/Sales	0,9x	1,7x	1,2x	1,3x	1,1x	0,9x
EV/EBITDA	8,7x	11,4x	9,3x	10,9x	7,4x	5,5x
EV/EBIT, justerat	17,8x	25,1x	54,2x	39,0x	17,6x	10,9x
Aktiekurs, årets slut	36,2	70,2	40,7	51,6	51,6	51,6
EV, årets slut	1 316	2 595	1 670	2 047	1 988	1 908

Bolaget, EPB

Försäljning per slutmarknad (inkl. ELTEC) 2020



Bolaget, EPB

Bolagsdata

Största aktieägare	Aktier
Stena	29,0%
Svolder	15,3%
Nordea Fonder	11,1%
Fjärde AP-fonden	9,7%
Clens	3,6%
Ordförande	Bo Elisson
Verkställande direktör	Per Samuelsson
Finansdirektör	Joakim Laurén
Investerarkontakt	n.a
Hemsida	https://www.beijergroup.com

Holdings, 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