



## Penser Access by Carnegie

Handelsbolag &amp; Distribution | Sverige | 17 maj 2024

**Bergman & Beving**

## Marginalerna fortsatte expandera

**Svag marknad pressar den organiska tillväxten...**

Utfasningen av olönsamma produkter, vilken har pressat tillväxten det senaste året, börjar närma sig sitt slut. Den organiska tillväxten på -12% berodde istället i huvudsak på en svag marknad. Vi ser dock ingen sekventiell försämring och bedömer att vi är på botten och att vi kommer se en gradvis återhämtning under hösten 2024, även om osäkerheten för återhämtningen är stor.

**...men marginalerna fortsätter att stiga**

EBITA-marginalen förbättrades med 120 punkter i kvartalet och 130 punkter för räkenskapsåret. Merparten av förbättringen är organisk. Antalet anställda är oförändrat trots gjorda förvärv – de organiska kostnaderna minskade med nästan 10%. Detta innebär att den operationella hävstången borde kunna ha god effekt när volymerna återkommer. De förbättrade marginalerna i kombination med lägre lagernivåer gjorde att lönsamheten (mätt som R/RK – rörelsevinst i förhållande till rörelsekapital) ökade fem procentenheter till 26%. Det operativa kassaflödet fördubblades under verksamhetsåret. Vi gillar det kontinuerliga fokuset på lönsam tillväxt.

**Höjer motiverat värde**

ND/EBITDA låg strax över 3x vid verksamhetsårets slut, vilket är högre än genomsnittet hos mogna sektorkollegor såsom Addtech, Lagercrantz, Lifco och Indutrade (1,5x). I takt med att Bergman & Beving (B&B) fortsätter att leverera blir de mer och mer lika sin peer-grupp och drivarna och strategin är likartad. Samtidigt har sektorkollegornas multiplar expanderat. Vi höjer våra målmultiplar för B&B till P/E 25x och EV/EBITA 20x, vilket fortfarande är 10-20% rabatt mot de mogna serieförvärvarna. Vårt nya motiverade värde är 250-300 kr (183-193 kr).

Estimatändring				Prognos (mkr)				Värde och risk		
	25e	26e	27e	23/24	24/25e	25/26e	26/27e	Motiverat värde	250 - 300 kr	
Totala intäkter	0,9%	0,9%	0,9%	4 723	5 038	5 190	5 345	Aktiekurs	266 kr	
EBIT, just.	3,1%	3,0%	2,9%	Tillväxt	-1%	7%	3%	Riskenivå	Medel	
EPS, just.	0,9%	2,3%	-	EBITDA, just.	656	752	781	810		
				EBIT, just.	372	435	458	481		
				EPS, just.	7,1	8,6	9,5	10,5		
				EPS-tillväxt, just.	-8%	20%	11%	10%		
				EK/aktie	82,6	87,4	93,0	99,6		
				Utdelning per aktie	3,8	4,5	5,0	5,0		
				EBIT-marginal	7,9%	8,6%	8,8%	9,0%		
				ROE, just.	8,6%	10,1%	10,6%	10,9%		
				ROCE, just.	8,3%	9,7%	10,4%	11,0%		
				EV/Sales	2,0x	1,8x	1,8x	1,7x		
				EV/EBITDA	14,1x	12,3x	11,9x	11,5x		
				EV/EBIT	24,9x	21,3x	20,3x	19,3x		
				P/E, just.	37,3x	31,0x	27,9x	25,4x		
				P/EK	3,2x	3,0x	2,9x	2,7x		
				Direktavkastning	1,4%	1,7%	1,9%	1,9%		
				FCF yield	9%	6%	7%	7%		
				Nettoskuld/EBITDA	3,1x	2,6x	2,2x	1,9x		
<b>Kommande händelser</b>								<b>Kursutveckling 12 mån</b>		
Q1 - rapport		16 juli 2024								
Q2 - rapport		23 oktober 2024								
<b>Bolagsfakta (mkr)</b>								<b>Intressekonflikter</b>		
Antal aktier		27m							Yes	No
Börsvärde		7 104						Likviditetsgarant		✓
Nettoskuld		2 057						Certified adviser		✓
EV		9 278						Transaktioner 12m		✓
Free float		83%								
Daglig handelsvolym, snitt		48k								
Bloomberg Ticker		BERGB SS EQUITY								
<b>Analytiker</b>										
Markus Almerud										
markus.almerud@carnegie.se										

## Investment case

Efter att ha bytt strategi i början av 2000-talet med centralisering och integrering framåt i värdekedjan gjorde Bergman & Beving (B&B) en helomvändning 2017, decentraliserade verksamheten och sålde av återförsäljarledet som de hade förvärvat under det senaste 10-15 åren. Efter att ha fokuserat på att vända resultatet under ett par år bytte man ledning och även om förvärv alltid har varit centralt för bolaget är det nu dags att accelerera förvärvsresan. Målet är att fördubbla vinsten till 2025/26 och för att nå dit så tror vi att mellan hälften och två tredjedelar av tillväxten behöver komma från förvärv. Skulle man exekvera på detta kommer profilen bli likartad de serieförvärvare där bolaget har sina rötter och vi tror att detta skulle leda till en omvärdering av bolaget.

## Bolagsprofil

B&B har som affärsidé att förvärva och utveckla ledande företag med produkter och varumärken till expansiva nischer inom industri och bygg. Affärsmodellen är decentraliserad och koncernen är uppdelad på tre affärsområden: Building Materials, som fokuserar på byggmaterial, Workplace Safety, som fokuserar på personlig skyddsutrustning, och Tools & Consumables, som fokuserar på verktyg, maskiner och förnödenheter. B&B rapporterade 4,7 mdkr i omsättning 2023/24 och har ca 1 350 anställda.

## Värdering

Vi har använt målmultiplar för att värdera bolaget. Med målet att fördubbla vinsten till 2025/26 applicerar vi multiplarna vid denna tidpunkt, varefter vi nuvärdesberäknar värdena. M&A är en central del av investment-caset och då bolaget har återgått till sina ursprungliga värden med decentralisering och förvärv i centrum är de i början av en fas där de kommer intensifiera förvärvsresan. Profilmässigt kommer detta att föra dem närmare serieförvärvare såsom Addtech, Indutrade och Lagercrantz. Vi väljer målmultiplar som ligger lägre än de mogna serieförvärvarna eftersom bolaget fortfarande behöver bevisa sig och använder oss av P/E 25x och EV/EBITA 20x.

## Motiverat värde

250-300 kr (183-193 kr)

## Kvartalet i korthet

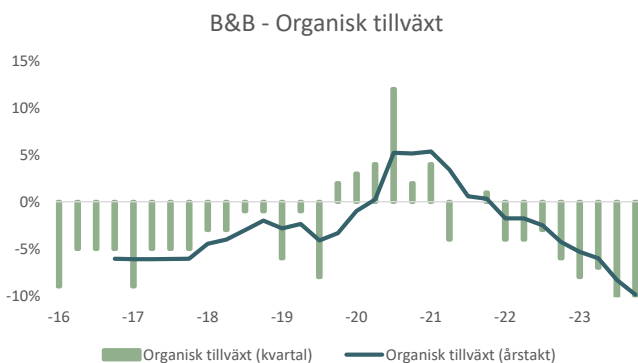
Bergman & Beving (B&B) upplevde en fortsatt svag efterfrågan inom såväl byggsektorn som industrin, även om den inte verkar ha accelererat nedåt. Den organiska tillväxten var -12% i kvartalet (Figur 1). Bolaget fortsätter att fasa ut olönsamma högvolymprodukter men den resan börjar nå sitt slut – den svaga marknaden stod för merparten av fallet i organisk tillväxt (vi bedömer cirka två tredjedelar). Vi bedömer att vi är på botten efterfrågemässigt och att vi kommer se en gradvis återhämtning under hösten. Osäkerheten är dock fortsatt stor.

Fokus på förvärv har gradvis ökat de senaste åren. Målet är att addera 50-80 mkr i rörelseresultat per år. Även om inga förvärv genomfördes under det senaste kvartalet gjorde bolaget sex förvärv det senaste verksamhetsåret, vilket adderade 450 mkr i omsättning i årstakt. Vi bedömer att marginalen låg över 15% i snitt, vilket innebär att de adderade åtminstone 60-70 mkr i EBITA. Pipeline är mycket god med högkvalitativa bolag och det pågår ett flertal diskussioner med potentiella objekt. Att inget förvärv genomfördes under Q4 ska inte ses som en signal – det är helt naturligt.

Marginalen fortsatte att expandera (Figur 2). Merparten av förbättringen är organisk, även om de gjorda förvärven har bidragit. Dels fortsätter utfasningen av olönsamma produkter att ge effekt och dels har kostnaderna minskat – de operativa kostnaderna minskade med 10% förra verksamhetsåret. Antalet anställda är oförändrat jämfört med både föregående kvartal och föregående år, trots gjorda förvärv. Detta borde innebära att när volymerna återkommer kommer den operationella hävstången fortsätta driva marginalerna.

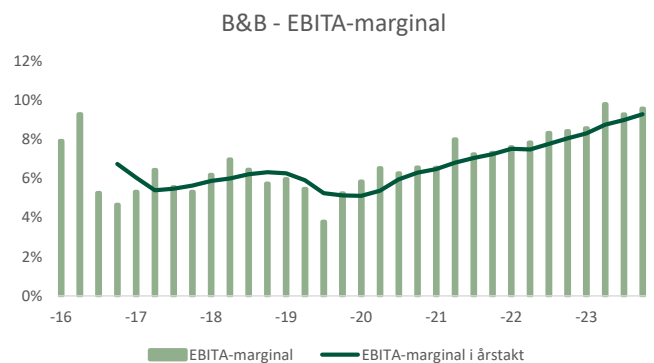
Förbättringen i rörelsemarginalen och fokus på rörelsekapitalet ledde till fortsatt bra kassaflöde. Kassaflödet från den löpande verksamheten under verksamhetsåret fördubblades jämfört med föregående år.

Figur 1: Organisk tillväxt fortsatt negativ...



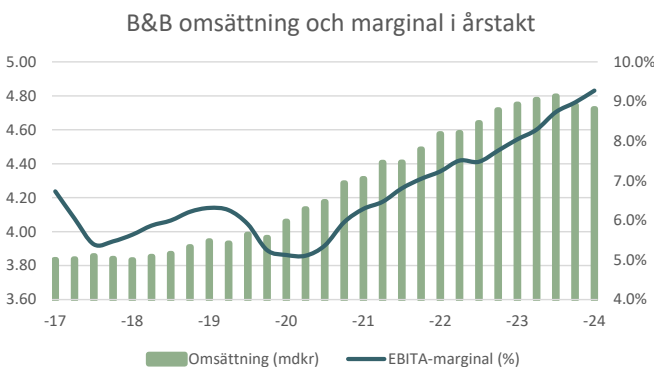
Källa: Bolaget, Penser Access by Carnegie

Figur 2: ...men marginalen fortsatte expandera



Källa: Bolaget, Penser Access by Carnegie

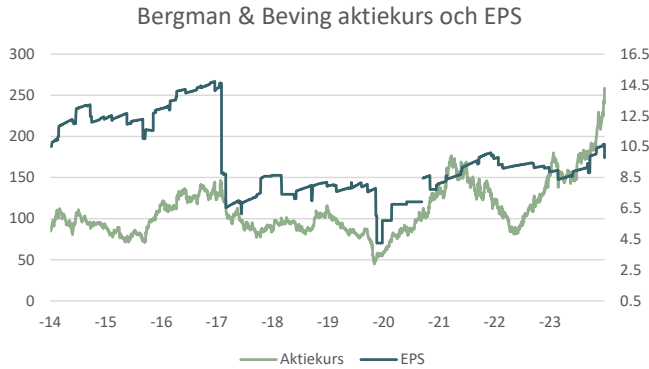
Figur 3: Omsättning och marginal har börjat divergera



Källa: Bolaget, Penser Access by Carnegie

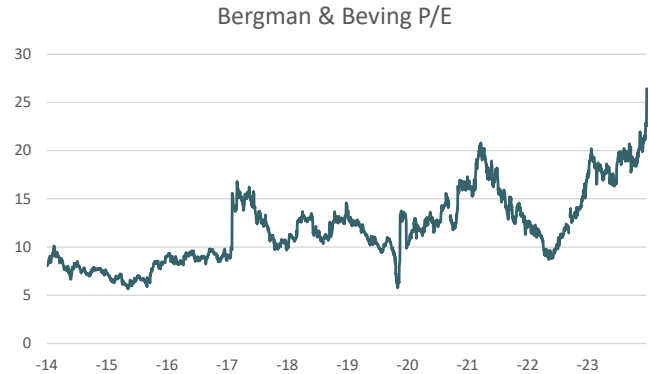
# Värdering

Figur 4: Vinsttrenden har ännu inte vänt upp...



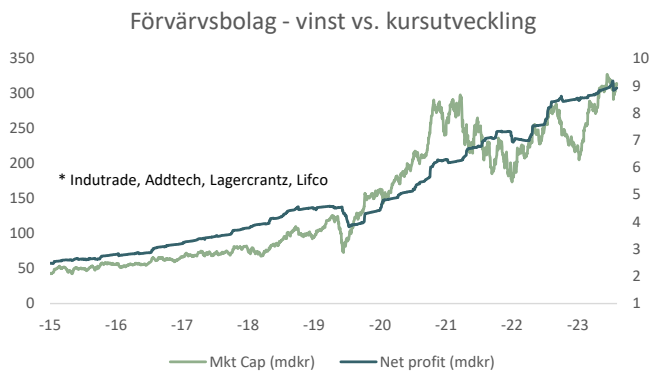
Källa: Factset, Penser Access by Carnegie

Figur 5: ...vilket innebär att multiplarna har expanderat mot övriga förvärvsbolag



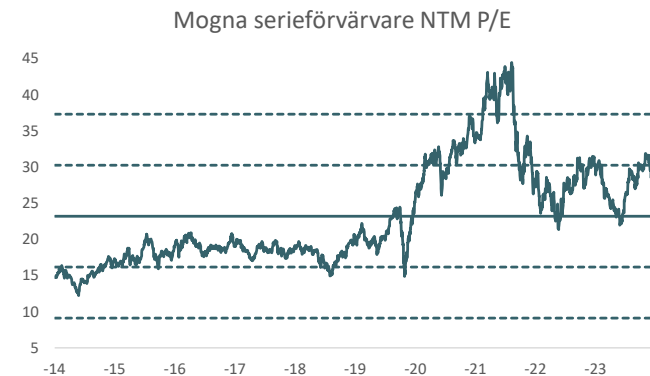
Källa: Factset, Penser Access by Carnegie

Figur 6: Peer-gruppens kursutveckling är i linje med estimaten



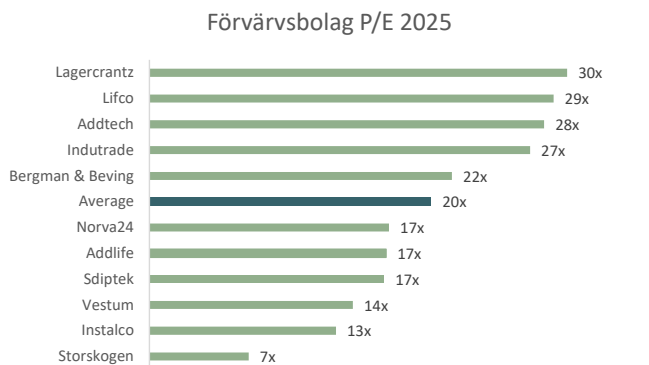
Källa: Factset, Penser Access by Carnegie

Figur 7: Multiplarna för jämförelsegruppen har expanderat



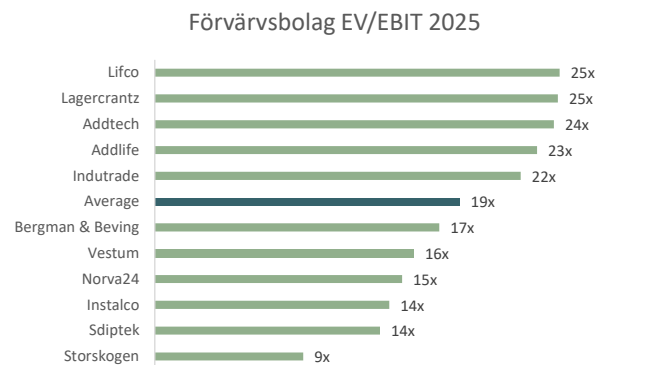
Källa: Factset, Penser Access by Carnegie

Figur 8: Mogna förvärvsbolag handlas på P/E 27-30x...



Källa: Factset, Penser Access by Carnegie

Figur 9: ... och EV/EBIT på 22-25x



Källa: Factset, Penser Access by Carnegie

Resultaträkning									
	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24	24/25e	25/26e
<b>Nettoomsättning</b>	<b>3 833</b>	<b>3 945</b>	<b>4 060</b>	<b>4 311</b>	<b>4 575</b>	<b>4 749</b>	<b>4 723</b>	<b>5 038</b>	<b>5 190</b>
Kostnad sålda varor	-2 193	-2 269	-2 361	-2 558	-2 614	-2 583	-2 424	-2 586	-2 663
<b>Bruttoresultat</b>	<b>1 640</b>	<b>1 676</b>	<b>1 699</b>	<b>1 753</b>	<b>1 961</b>	<b>2 166</b>	<b>2 299</b>	<b>2 453</b>	<b>2 526</b>
Övriga rörelsekostnader	-1 401	-1 409	-1 346	-1 327	-1 458	-1 595	-1 643	-1 700	-1 746
<b>EBITDA</b>	<b>241</b>	<b>267</b>	<b>353</b>	<b>426</b>	<b>503</b>	<b>571</b>	<b>656</b>	<b>752</b>	<b>781</b>
Jämförelsestörande poster	2	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>239</b>	<b>267</b>	<b>353</b>	<b>426</b>	<b>503</b>	<b>571</b>	<b>656</b>	<b>752</b>	<b>781</b>
Avskrivningar	-17	-18	-143	-154	-172	-189	-218	-251	-257
<b>EBITA, justerad</b>	<b>222</b>	<b>249</b>	<b>210</b>	<b>272</b>	<b>331</b>	<b>382</b>	<b>438</b>	<b>501</b>	<b>524</b>
Avskrivningar immateriella tillgångar	-8	-13	-20	-24	-33	-43	-66	-66	-66
<b>EBIT</b>	<b>216</b>	<b>236</b>	<b>190</b>	<b>248</b>	<b>298</b>	<b>339</b>	<b>372</b>	<b>435</b>	<b>458</b>
<b>EBIT, justerad</b>	<b>214</b>	<b>236</b>	<b>190</b>	<b>248</b>	<b>298</b>	<b>339</b>	<b>372</b>	<b>435</b>	<b>458</b>
Finansnetto	-24	-20	-34	-35	-39	-68	-111	-124	-112
<b>Resultat före skatt</b>	<b>192</b>	<b>216</b>	<b>156</b>	<b>213</b>	<b>259</b>	<b>271</b>	<b>261</b>	<b>311</b>	<b>346</b>
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	<b>190</b>	<b>216</b>	<b>156</b>	<b>213</b>	<b>259</b>	<b>271</b>	<b>261</b>	<b>311</b>	<b>346</b>
Total skatt	-34	-47	-39	-46	-57	-57	-60	-68	-76
Minoritetsintressen	0	0	0	-2	-2	-7	-10	-12	-13
<b>Nettoresultat</b>	<b>158</b>	<b>169</b>	<b>117</b>	<b>165</b>	<b>200</b>	<b>207</b>	<b>191</b>	<b>230</b>	<b>256</b>
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>156</b>	<b>169</b>	<b>117</b>	<b>165</b>	<b>200</b>	<b>207</b>	<b>191</b>	<b>230</b>	<b>256</b>
Omsättningstillväxt	Neg.	3%	3%	6%	6%	4%	-1%	7%	3%
Bruttomarginal	42,8%	42,5%	41,8%	40,7%	42,9%	45,6%	48,7%	48,7%	48,7%
EBIT-marginal, justerad	5,6%	6,0%	4,7%	5,8%	6,5%	7,1%	7,9%	8,6%	8,8%
EPS, justerad	5,61	6,26	4,35	6,20	7,49	7,79	7,13	8,57	9,54
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	12%	-30%	42%	21%	4%	-8%	20%	11%

Källa: Bergman & Beving, Penser by Carnegie

Kassaflödesanalys									
	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24	24/25e	25/26e
EBIT	216	236	190	248	298	339	372	435	458
Övriga kassaflödesposter	-91	24	135	145	106	50	83	137	148
Förändringar i rörelsekapital	10	-2	-103	-10	-179	-56	208	-79	-38
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>135</b>	<b>258</b>	<b>222</b>	<b>383</b>	<b>225</b>	<b>333</b>	<b>663</b>	<b>493</b>	<b>568</b>
Investeringar i anläggningstillgångar	0	-80	-122	-71	-51	-45	-58	-75	-76
Övrigt Kassaflöde från investeringar	0	0	1	1	0	0	2	0	0
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	<b>0</b>	<b>-80</b>	<b>-121</b>	<b>-70</b>	<b>-51</b>	<b>-45</b>	<b>-56</b>	<b>-75</b>	<b>-76</b>
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>135</b>	<b>178</b>	<b>101</b>	<b>313</b>	<b>174</b>	<b>288</b>	<b>607</b>	<b>417</b>	<b>492</b>
Förvärv och avyttringar	0	-68	-207	-107	-137	-236	-312	0	0
Nyemission / återköp	0	0	-23	-16	0	0	0	0	0
Förändring av skulder	0	4	230	-59	91	71	-127	-393	-358
Utdelningar	0	-68	-81	-40	-90	-96	-96	-120	-134
Övriga poster	0	-30	-19	-32	0	0	0	0	0
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	<b>0</b>	<b>-162</b>	<b>-100</b>	<b>-254</b>	<b>-136</b>	<b>-261</b>	<b>-535</b>	<b>-513</b>	<b>-492</b>
<b>Kassaflöde</b>	<b>135</b>	<b>16</b>	<b>1</b>	<b>59</b>	<b>38</b>	<b>27</b>	<b>72</b>	<b>-96</b>	<b>0</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>993</b>	<b>1 002</b>	<b>1 850</b>	<b>1 786</b>	<b>1 863</b>	<b>2 017</b>	<b>2 057</b>	<b>1 925</b>	<b>1 737</b>

Källa: Bergman & Beving, Penser by Carnegie

Balansräkning									
	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24	24/25e	25/26e
<b>TILLGÅNGAR</b>									
Goodwill	1 430	1 472	1 570	1 609	1 667	1 815	2 018	2 018	2 018
Övriga immateriella tillgångar	139	209	385	425	468	604	781	688	594
Materiella anläggningstillgångar	88	99	102	102	126	140	157	174	191
Övriga anläggningstillgångar	83	82	547	486	430	480	505	505	505
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>1 740</b>	<b>1 862</b>	<b>2 604</b>	<b>2 622</b>	<b>2 691</b>	<b>3 039</b>	<b>3 461</b>	<b>3 384</b>	<b>3 308</b>
Varulager	879	942	1 077	1 129	1 233	1 360	1 189	1 268	1 306
Kundfordringar	790	834	855	950	1 042	969	936	998	1 028
Övriga omsättningstillgångar	157	127	131	101	147	161	180	186	189
Likvida medel och kortfristiga placeringar	67	85	90	139	182	220	296	200	200
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>1 893</b>	<b>1 988</b>	<b>2 153</b>	<b>2 319</b>	<b>2 604</b>	<b>2 710</b>	<b>2 601</b>	<b>2 653</b>	<b>2 723</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>3 633</b>	<b>3 850</b>	<b>4 757</b>	<b>4 941</b>	<b>5 295</b>	<b>5 749</b>	<b>6 062</b>	<b>6 037</b>	<b>6 032</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>									
Eget kapital	1 559	1 657	1 631	1 701	1 915	2 181	2 108	2 230	2 366
Minoritetsintressen	0	0	12	14	17	59	105	117	130
<b>Summa eget kapital</b>	<b>1 559</b>	<b>1 657</b>	<b>1 643</b>	<b>1 715</b>	<b>1 932</b>	<b>2 240</b>	<b>2 213</b>	<b>2 347</b>	<b>2 497</b>
Långfristiga räntebärande skulder	753	821	1 206	1 258	1 395	1 555	1 635	1 407	1 219
Långfristiga leasingkulder	0	0	351	289	243	297	297	297	297
Övriga långfristiga skulder	115	120	170	136	137	207	424	424	424
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>868</b>	<b>941</b>	<b>1 727</b>	<b>1 683</b>	<b>1 775</b>	<b>2 059</b>	<b>2 356</b>	<b>2 128</b>	<b>1 940</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	307	266	274	270	284	245	281	281	281
Leverantörsskulder	497	580	583	609	584	487	484	516	532
Kortfristiga leasingkulder	0	0	109	108	123	140	140	140	140
Övriga kortfristiga skulder	402	406	421	556	597	578	588	624	642
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>1 206</b>	<b>1 252</b>	<b>1 387</b>	<b>1 543</b>	<b>1 588</b>	<b>1 450</b>	<b>1 493</b>	<b>1 562</b>	<b>1 594</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>3 633</b>	<b>3 850</b>	<b>4 757</b>	<b>4 941</b>	<b>5 295</b>	<b>5 749</b>	<b>6 062</b>	<b>6 037</b>	<b>6 032</b>

Källa: Bergman & Beving, Penser by Carnegie

Tillväxt och marginaler									
	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24	24/25e	25/26e
Intäkstillväxt	Neg.	3%	3%	6%	6%	4%	-1%	7%	3%
EBITDA-tillväxt, justerad	Neg.	12%	32%	21%	18%	14%	15%	15%	4%
EBIT-tillväxt, justerad	Neg.	10%	-19%	31%	20%	14%	10%	17%	5%
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	12%	-30%	42%	21%	4%	-8%	20%	11%
Bruttomarginal	42,8%	42,5%	41,8%	40,7%	42,9%	45,6%	48,7%	48,7%	48,7%
EBITDA-marginal	6,3%	6,8%	8,7%	9,9%	11,0%	12,0%	13,9%	14,9%	15,0%
EBITDA-marginal, justerad	6,2%	6,8%	8,7%	9,9%	11,0%	12,0%	13,9%	14,9%	15,0%
EBIT-marginal	5,6%	6,0%	4,7%	5,8%	6,5%	7,1%	7,9%	8,6%	8,8%
EBIT-marginal, justerad	5,6%	6,0%	4,7%	5,8%	6,5%	7,1%	7,9%	8,6%	8,8%
Vinst-marginal, justerad	4,1%	4,3%	2,9%	3,8%	4,4%	4,4%	4,0%	4,6%	4,9%

Källa: Bergman & Beving, Penser by Carnegie

Avkastning									
	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24	24/25e	25/26e
ROE, justerad	Neg.	11%	7%	10%	11%	10%	9%	10%	11%
ROCE, justerad	Neg.	9%	6%	7%	8%	8%	8%	10%	10%
ROIC, justerad	Neg.	9%	6%	7%	8%	8%	9%	10%	11%

Källa: Bergman & Beving, Penser by Carnegie

## Kapitaleffektivitet

	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24	24/25e	25/26e
Varulager / totala intäkter	23%	24%	27%	26%	27%	29%	25%	25%	25%
Kundfordringar / totala intäkter	21%	21%	21%	22%	23%	20%	20%	20%	20%
Leverantörsskulder / KSV	23%	25%	24%	24%	22%	19%	20%	20%	20%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	34%	34%	37%	40%	39%	34%	36%	36%	36%
Rörelsekapital / totala intäkter	24%	23%	26%	24%	27%	30%	26%	26%	26%
Kapitalomsättningshastighet	1,5x	1,4x	1,1x	1,2x	1,2x	1,1x	1,0x	1,1x	1,2x

Källa: Bergman & Beving, Penser by Carnegie

## Finansiell ställning

	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24	24/25e	25/26e
Nettoskuld	993	1 002	1 850	1 786	1 863	2 017	2 057	1 925	1 737
Soliditet	43%	43%	35%	35%	36%	39%	37%	39%	41%
Nettoskulsättningsgrad	0,6x	0,6x	1,1x	1,0x	1,0x	0,9x	0,9x	0,8x	0,7x
Nettoskuld / EBITDA	4,1x	3,8x	5,2x	4,2x	3,7x	3,5x	3,1x	2,6x	2,2x

Källa: Bergman & Beving, Penser by Carnegie

## Aktiedata

	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24	24/25e	25/26e
EPS	5,68	6,26	4,35	6,20	7,49	7,79	7,13	8,57	9,54
EPS, justerad	5,61	6,26	4,35	6,20	7,49	7,79	7,13	8,57	9,54
FCF per aktie	4,85	6,59	3,76	11,8	6,52	10,8	22,6	15,5	18,3
Utdelning per aktie	2,50	3,00	1,50	3,00	3,40	3,60	3,80	4,50	5,00
Eget kapital per aktie	56,0	61,3	61,1	64,4	72,4	84,3	82,6	87,4	93,0
Antal aktier vid årets slut, m	27,8	27,0	26,9	26,6	26,7	26,6	26,8	26,9	26,9
Antal aktier efter utspädning, snitt	27,8	27,0	26,9	26,6	26,7	26,6	26,8	26,9	26,9

Källa: Bergman & Beving, Penser by Carnegie

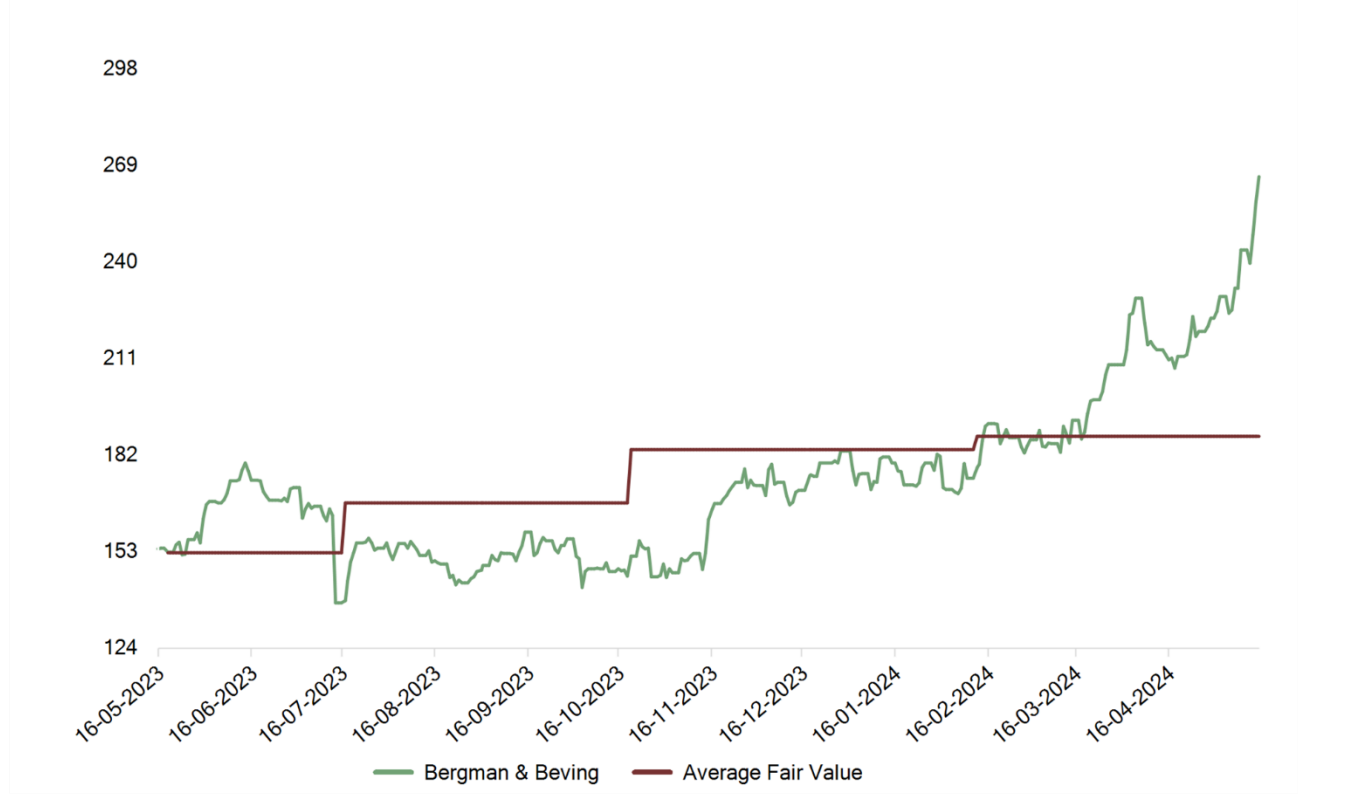
## Värdering

	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24	24/25e	25/26e
P/E, justerad	15,1x	12,9x	22,6x	24,3x	14,8x	23,6x	37,3x	31,0x	27,9x
P/EK	1,5x	1,3x	1,6x	2,3x	1,5x	2,2x	3,2x	3,0x	2,9x
P/FCF	17,5x	12,3x	26,2x	12,8x	17,1x	16,9x	11,7x	17,1x	14,5x
FCF-yield	6%	8%	4%	8%	6%	6%	9%	6%	7%
Direktavkastning	3,0%	3,7%	1,5%	2,0%	3,1%	2,0%	1,4%	1,7%	1,9%
Utdelningsandel, justerad	44,6%	47,9%	34,5%	48,4%	45,4%	46,2%	53,3%	52,5%	52,4%
EV/Sales	0,9x	1,0x	0,8x	1,2x	1,2x	1,2x	1,9x	1,8x	1,8x
EV/EBITDA, justerad	13,7x	14,5x	9,1x	11,8x	11,2x	9,6x	13,8x	12,3x	11,9x
EV/EBIT, justerad	15,3x	16,4x	16,9x	20,2x	18,9x	16,2x	24,4x	21,3x	20,3x
EV	3 281	3 881	3 205	5 018	5 630	5 488	9 066	9 278	9 292
Aktiekurs	84,7	80,8	98,4	151	111	184	266	266	266

Källa: Bergman & Beving, Penser by Carnegie

## Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

### Bergman & Beving (BERGB SS EQUITY)



Källa: Penser by Carnegie, IDC



# Disclaimer

## Carnegie Investment Bank AB

Carnegie Investment Bank AB (publ.) är en ledande investmentbank med nordiskt fokus. Företagen i Carnegiegruppen, tillsammans "Carnegie", adderar värde för institutioner, bolag och privatkunder inom områdena aktiehandel, investment banking och private banking. Carnegie har cirka 600 anställda, med kontor i sex länder.

## Penser by Carnegie

I november 2023 förvärvade Carnegie affärsområdet för uppdragsanalys från Erik Penser Bank AB. Detta innefattade den verksamhet under vilken Erik Penser Bank AB t ex har publicerat analytjänsterna Penser Access och Penser Future. Denna verksamhet fortsätter att drivas hos Carnegie under varumärket Penser by Carnegie.

## Värdering, metodologi och antaganden

### Penser Access by Carnegie

Uppdragsanalys under Penser Access by Carnegie inkluderar analytikerns bedömning av ett motiverat värdeintervall på publiceringsdagen, baserat på olika värderingsmetoder. En ofta förekommande metod är diskonterat kassaflöde, där framtida kassaflöden diskonteras till ett nuvärde. Analytikerna kan även använda sig av andra värderingsmetoder, t ex P/E-tal eller EV/EBIT-multiplar, relativt jämförbara bolag för att få fram ett motiverat värde. För bolag där så är lämpligt, kan ett motiverat värdeintervall också baseras på analytikerns bedömning av en rimlig del av företagens substansvärde. Värdeintervallet representerar analytikerns bedömning vid skrivandet av analysen. För mer information om värderingsmodeller, klicka [här](#).

### Penser Future by Carnegie

Uppdragsanalys under Penser Future by Carnegie innehåller inget motiverat värdeintervall, i stället utgår analytikern från fyra olika områden för att bedöma bolaget och belysa de styrkor och svagheter som observerats. De fyra områdena bedöms utifrån följande kriterier - Potential, Risk, Finansiell ställning samt Historik & meriter. Skalan sträcker sig från 1–5 där siffran 5 innebär hög poäng inom respektive område. Exempelvis innebär betyg: 5 på Potential att vi ser stor potential i verksamheten medan betyg: 5 för Risk innebär att vi bedömer risken som hög.

## Uppdateringsfrekvens

Penser by Carnegies aktieanalys består av case-baserad analys, vilket medför att frekvensen av analysrapporter kan variera över tid. Om inte annat uttryckligen sägs i rapporten, uppdateras analysen kvartalsvis eller då det anses nödvändigt av analysavdelningen, t ex i händelse av signifikanta förändringar i marknadsbetingelser, eller vid händelser relaterade till emittenten/det finansiella instrumentet.

## Analytiker intyganden

Analytikern, eller analytikerna, ansvarig(a) för innehållet i denna uppdragsanalys intyg, oavsett förekomsten av några potentiella intressekonflikter som hänvisas till här, att åsikterna som uttrycks i denna uppdragsanalys korrekt återspeglar analytikerns personliga åsikter om bolaget och instrumenten som omfattas. Vidare intygas att analytikern inte har fått, får eller kommer att få direkt eller indirekt ersättning relaterat till specifika rekommendationer eller åsikter i denna uppdragsanalys.

## Potentiella intressekonflikter

Carnegie, eller dess dotterbolag, kan från tid till annan utföra investment banking-tjänster för, eller söka investment banking-tjänster eller annan verksamhet från, något bolag nämnt i denna rapport. Varje sådan offentligt tillkännagiven affär, under de senaste 12 månaderna, kommer att hänvisas till i denna uppdragsanalys. Ett regelverk för hantering av intressekonflikter är implementerat i Carnegie. Investment Banking och andra affärsavdelningar i bolaget är omgivna av informationsbarriärer för att begränsa flödet av känslig information. Personer utanför sådana barriärer kan få tillgång till känslig information endast efter att ha iakttagit tillämpliga förfaranden. Ersättningen till personer som är involverade i att förbereda denna uppdragsanalys är inte knuten till investment banking-transaktioner som utförs av bolaget eller en juridisk person inom samma grupp.

Konfidentiell och icke-publik information rörande Carnegie och dess kunder, affärsaktiviteter och andra omständigheter som kan påverka en tillgångs marknadsvärde ("känslig information") hålls strikt konfidentiell och får aldrig användas på ett otillbörligt sätt.

Interna riktlinjer är implementerade för att säkerställa analytikernas integritet och oberoende. I enlighet med riktlinjerna är analysavdelningen separerad från Investment Banking-avdelningen och det finns inga rapporteringslinjer mellan analysavdelningen och Investment Banking-avdelningen. Riktlinjerna innehåller också regler, som gäller, men inte är begränsade till, följande frågor; kontakter med bolag under täckning, förbud mot att erbjuda gynnsamma rekommendationer, personligt engagemang i bolag under täckning, deltagande i investment banking-aktiviteter, övervakning och granskning av analysrapporter, analytikers rapporteringslinjer och analytikers ersättning.

## Andra väsentliga intressekonflikter

Denna rapport har beställts och betalats av emittenten ("issuer-paid research")

## Distributionsbegränsningar

Denna uppdragsanalys tar inte hänsyn till de specifika investeringsmålen, den finansiella situationen eller de särskilda behoven hos någon specifik person som kan komma att ta emot den. Investerare bör söka finansiell rådgivning om lämpligheten att investera i värdepapper som diskuteras i denna uppdragsanalys och bör förstå att uttalanden om framtida utsikter kanske inte förverkligas. Tidigare resultat är inte nödvändigtvis en vägledning för framtida resultat. Carnegie och dess dotterbolag tar inget ansvar för någon direkt skada eller följdskada, inklusive, utan begränsning, någon förlust som uppstår på grund av användningen av denna uppdragsanalys eller dess innehåll. Denna uppdragsanalys får inte reproduceras, distribueras eller publiceras av någon mottagare för något syfte. Dokumentet får inte distribueras till personer som är medborgare i eller bosatta i något land där sådan distribution är förbjuden enligt tillämpliga lagar eller andra föreskrifter.

Denna uppdragsanalys distribueras i Sverige av Carnegie Investment Bank AB. Carnegie Investment Bank AB är en bank med säte i Sverige, med begränsat ansvar, auktoriserad och reglerad av Finansinspektionen. I Finland utges denna uppdragsanalys av Carnegie Investment Bank AB, finska filialen. Den finska filialen är auktoriserad av den svenska finansinspektionen (Finansinspektionen) och omfattas av begränsad reglering av finska finansinspektionen (Finanssivalvonta). I Norge ges den här uppdragsanalysen ut av Carnegie AS, ett helägt dotterbolag till Carnegie Investment Bank AB. Carnegie AS regleras av den norska finansinspektionen (Finanstilsynet). I Danmark ges den här uppdragsanalysen ut av Carnegie Investment Branch, danska filialen. Den danska filialen är auktoriserad av den svenska finansinspektionen (Finansinspektionen) och omfattas av begränsad reglering av den danska finansinspektionen (Finanstilsynet).

Denna uppdragsanalys distribueras i USA av Carnegie Inc., en USA-registrerad broker-dealer och medlem av FINRA och SIPC. Carnegies analytiker utanför USA är anställda av icke-amerikanska associerade bolag till Carnegie Inc ("non-US affiliates") som inte omfattas av FINRA-föreskrifter. Generellt sett är Carnegies analytiker inte registrerade eller kvalificerade som analytiker hos FINRA och är därför inte föremål för de begränsningar som FINRAs regel 2241 är avsedda att förhindra vad gäller intressekonflikter, genom att bland annat förbjuda viss typ av ersättning, begränsa analytikers handel och begränsa kommunikation med företagen som är föremål för analysrapporten.

Analysrapporter som distribueras i USA är avsedda endast för större amerikanska institutionella investerare och amerikanska institutionella investerare som definieras enligt regel 15a-6 i Securities Exchange Act of 1934. Denna uppdragsanalys tillhandahålls endast för informationsändamål och får under inga omständigheter användas eller betraktas som ett erbjudande att sälja eller en uppmaning att köpa några värdepapper.

Rapporter relaterade till aktieinstrument är utarbetade av icke-amerikanska associerade bolag till Carnegie och distribueras i USA av Carnegie Inc. enligt regel 15a-6(a)(3). När rapporten distribueras av Carnegie Inc, tar Carnegie Inc ansvaret för uppdragsanalysen.

Personer i USA som vill genomföra transaktioner baserade på denna uppdragsanalys bör kontakta Carnegie Inc. Investerare i USA bör vara medvetna om att investeringar i icke-amerikanska värdepapper innebär vissa risker. Värdepappren från icke-amerikanska emittenter är inte alltid registrerade hos, eller omfattas av, de nuvarande informationsrapporterings- och revisionsstandarderna hos US Securities and Exchange Commission

Denna uppdragsanalys har utfärdats i Storbritannien av Carnegie UK, som är den engelska filialen till Carnegie Investment Bank AB. Carnegie UK är auktoriserad och reglerad av Financial Conduct Authority (FCA)

### **Analysdisclaimer**

Denna uppdragsanalys tillhandahålls endast för informationsändamål och får under inga omständigheter användas eller betraktas som ett erbjudande att sälja, eller en uppmaning att köpa eller sälja, något relevant finansiellt instrument. Denna uppdragsanalys har beställts och betalats av emittenten och bör därför betraktas som en marknadsföringskommunikation (dvs inte investeringsrekommendation). Betalning för rapporten har avtalats i förväg på en icke-återbetalningsbar basis. Som uppdragsanalys kan detta material betraktas som en acceptabel mindre icke-monetär förmån enligt MiFID II. Det har inte utarbetats i enlighet med de rättsliga krav som är utformade för att främja oberoende investeringsanalys. Det är dock fortfarande föremål för ett förbud mot handel före spridningen av rapporten.

Carnegie Investment Bank AB är ansvarigt för framställandet av denna uppdragsanalys i Sverige, Finland, Danmark och Storbritannien. Carnegie AS är ansvarigt för framställandet av denna uppdragsanalys i Norge. Carnegie Inc. är ansvarigt för denna uppdragsanalys i USA.

Informationen i denna uppdragsanalys hämtades från olika källor. Medan all rimlig omsorg har tagits för att säkerställa att informationen är sann och inte vilseledande, ger Carnegie ingen representation eller garanti, uttrycklig eller underförstådd, om dess korrekthet eller fullständighet. Carnegie, dess dotterbolag eller någon av deras ledande befattningshavare, anställda eller styrelsemedlemmar kan ha ett innehav i, eller på annat sätt vara intresserade av transaktioner i, värdepapper som direkt eller indirekt är föremål för uppdragsanalys. Alla betydande finansiella intressen som innehas av analytikern, Carnegie eller en juridisk person i samma grupp i förhållande till emittenten kommer att hänvisas till i Företagsspecifika upplysningar härunder samt Intressekonflikter på rapportens förstasida.

### **Företagsspecifika upplysningar**

Delar av denna uppdragsanalys kan ha lämnats till emittenten före dess publicering

Copyright © 2024 Carnegie

---

Carnegie Investment Bank AB  
Regeringsgatan 56  
SE-103 38 Stockholm  
Tel +46 8 676 88 00 Fax +46 8 676 88 95