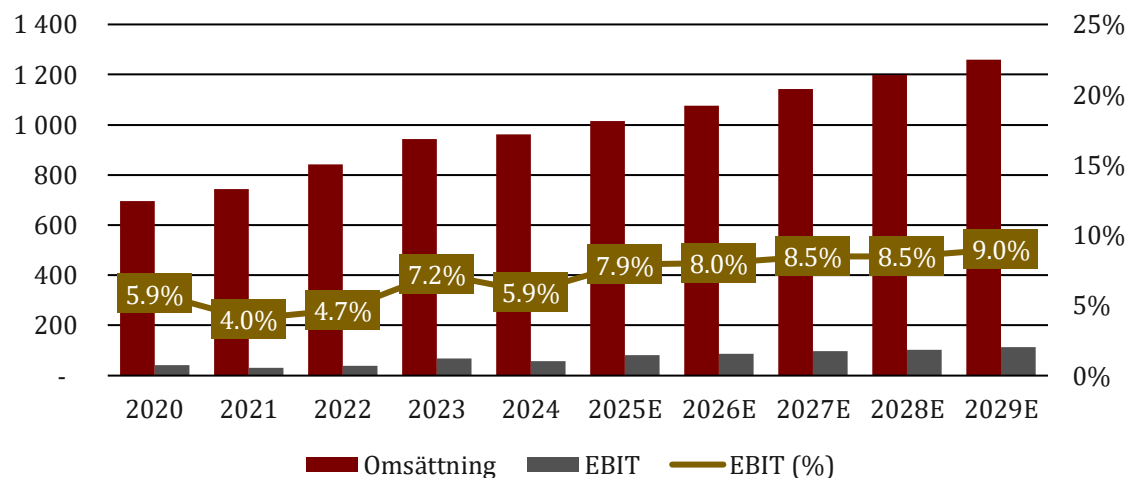


Berner Industrier

Berner Industrier har påbörjat förvärvsresan

Berner Industrier är en anrik industrikoncern grundad 1897 i Göteborg, men har sen 2022 genomgått en verksamhetsförändring. Med den tidigare chefen för serieförvärvaren Lagercrantz framgångsrika Niche Products-division, Caroline Reuterskiöld, vid rodret har Lagercrantz-skolan präglat förändringen. Med en decentraliserad organisation, ökat fokus på entreprenörer i dotterbolagen och med målet att minska kapitalbindningen i syfte att öka avkastning på kapital finns goda möjligheter till en framgångsrik serieförvärvsresa för Berner Industrier.

Revenue, EBIT and EBIT Margin (MSEK)



Analytiker

Albin Schulat
Beppe Grönmark

Nyckeltal

Handelsplats	Small Cap
Sektor	Industri
Börsvärde (MKR)	1043
Enterprise Value	1152
Nettoskuld/EBITDA	1,3
Direktavkastning (%)	1,8%
P/E	24,7
EV/EBIT	18
EPS	1,97kr
ROE (%)	25%
ROIC (%)	14,3%
ROA (%)	5,8%

Värdering

Aktiekurs	55,6kr
Riktkurs DCF	78,9kr
Riktkurs Peers	82,5kr
Uppsida/nedsida	45%
Rekommendation	KÖP



Investment Case

Verksamhetsförändring

År 2022 påbörjades stora verksamhetsförändringar. Före detta hade Berner Industrier en centraliserad organisation med stor del av styrningen från huvudkontoret i Göteborg och delade ut majoriteten av resultatet. Under förändringsåret gjordes strategin tydlig: Caroline Reuterskiöld rekryteras från Lagercrantz framgångsrika Niche Products-division för att implementera en liknande strategi och en Lagercrantz-filosofi. Först och främst decentraliserades bolaget. Funktioner såsom IT och Ekonomi flyttades till dotterbolagen, och huvudkontoret minskade i antalet anställda, samt flyttades från Göteborg till Stockholm. För det andra ökades fokuset på entreprenörer i dotterbolagen, till följd av decentraliseringen. Dotterbolags vd:ar byttes ut, och flera av dotterbolagens entreprenörer kom tillbaka efter denna förändringen. För det tredje skulle en minskad kapitalbindning leda till en högre avkastning på eget kapital, vilket har fått önskad effekt: en ökning med 9 procentenheter mellan 2022 och 2025.

Den gemensamma nämnaren för denna trestegsraket är inte bara att man kopierar Lagercrantz, utan den absoluta majoriteten av framgångsrika serieförvärvare opererar på detta sätt. Att det är en tidigare Lagercrantz-chef som ska verkställa strategin ökar förtroendet för ett lyckat genomförande. Ett kvitto på detta är att mannen bakom boken *The Outsiders* som handlar om serieförvärvare som opererar med just den här modellen, nyligen har förvärvat 2,1 % av aktierna genom sitt bolag Sun Mountain LP. Dessutom har Berners förändring skett enligt skolboken: man har inte stressat förändringen, utan sakta låtit Reuterskiöld förändra med fria tyglar. Nu bedömer vi däremot förändringen som nästintill slutförd, och förvärvsresan har precis börjat med köpet av Autofric för ca

7x EBIT (exkl. tillägg, 9,3x vid uppnådda mål) som väntas öka Berners omsättning med 60mkr på årsbasis, från Q2 2025.

Stabil grund att stå på

Berner har en stark huvudägare i familjen Berner genom bolaget Gårdaverken, och med Joachim Berner som styrelseordförande. Långsiktighet är i centrum för ägarfamiljen, vilket skapar en bra miljö för Reuterskiöld att skapa långsiktig tillväxt. Vidare är balansräkningen stabil med nettoskuld/EBITDA (justerad för leasing) på 0,7x vilket innebär att det finns förvärvsutrymme.

Tillväxt i FCF/aktie

Med en lyckat implementerad förvärvsstrategi, med en organisation som främjar hög avkastning på eget kapital samt starka ben att stå på anser vi Berner ha alla förutsättningar att göra en lyckad serieförvärvarresa med god tillväxt i fritt kassaflöde per aktie över tid.

Multiplexpansion

Det finns två paralleller som bör ses som möjligheter för multiplexpansion. Först och främst värderas Berner långt under övriga serieförvärvare i Sverige. Noteringen av Röko nyligen gjorde det tydligt vad ett gott rykte innebär: en premievärdering. Vi tror att Berner har potential att uppnå detta på sikt, även om caset inte hänger på det. För det andra har Berner ett stort hållbarhetsfokus, vilket är något som hamnat i skymundan senaste åren. Ifall marknaden återigen belönar dessa bolag med premievärderingar har Berner chansen att tillgodoräkna sig detta.



Affärsmodell

Affärsmodell

Berner Industrier opererar B2B inom hållbar teknik på nischmarknader. Med innovativa produkter och lösningar eftersträvar företaget att lösa samhällsproblem främst kopplat till resursutnyttjande.

Bolaget arbetar sedan 2022 decentraliserat genom sina dotterbolag. Bolaget har gjort flera förvärv senaste decenniet vilket är ett fortsatt fokus framåt. Med hög kassagenerering och en förhoppning om lägre räntor framöver hoppas bolaget kunna uppnå tillväxt genom nya förvärv. Ett fokus som bolaget har är att integrera sina förvärv där entreprenörerna lockas av att vara kvar i bolaget.

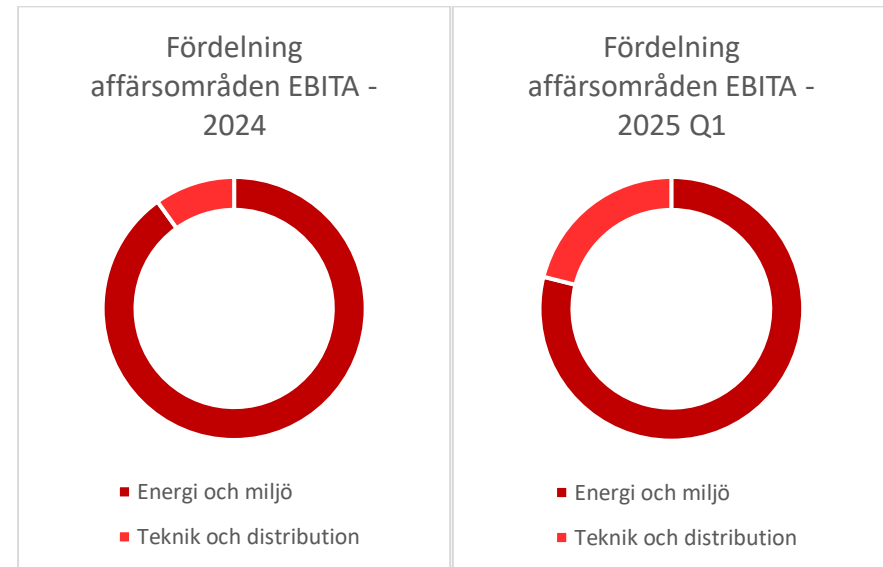
Teknik & Distribution

Inom detta affärsområde ingår två varumärken: Christian Berner samt Empakk (Norge). Genom att erbjuda tekniska komponenter och system hjälper man kunder att effektivisera sin verksamhet. Man riktar sig till både industri och offentlig sektor, där effektivisering sker genom bl a minskad resursåtgång och att förbättra omgivningens miljö. Erbjudna lösningar är exempelvis vattenrening, förpackningsutrustning och vibrationsdämpning.

Energi & Miljö

Inom detta segment eftersträvar man att öka hållbarheten inom energi-, process- och tillverkande industrier genom minskade utsläpp. Här ingår tre varumärken, Bullerbekämparen, Zander & Ingeström och Swedenborg. Berner Industrier säljer bl.a. diverse pumpar, elektriska pannor och lösningar inom ljudisolering via sina dotterbolag i detta segment. Trots att segmentens försäljning är ungefär lika stor, så gör Energi & Miljö relativt höga marginal att segmentet är drivande för bolagets tillväxt.

4 maj 2025



Förvärv

Berner Industrier är på en tillväxtresa, vilket man vill göra både organiskt och via förvärv. Just nu opererar man med åtta st dotterbolag, där man gjorde fem st förvärv mellan 2018 och 2021. Pumpverksamheten Swedenborg förvärvades 2021 och har sedan dess dubblat sin omsättning.

Den 10:e april förvärvade Berner Industrier Autofric som har fokus inom vattenrening. 2024 omsatte bolaget 60 mSEK och köpeskillingen uppgick till 55mSEK + tillägg om upp till 20mSEK.



Affärsmodell

Finansiella mål

1. Omsättningstillväxt ska uppgå till minst 10% per år (inkl. förvärv)
2. EBITA-marginal ska i genomsnitt vara 9% per år
3. Soliditeten ska ej understiga 35%
4. Avkastning på eget kapital om minst 25%
5. Utdelning om 30–50%

Ägarstruktur

Berner Industrier är ett familjeföretag där majoritetsägaren är familjen Berner via bolaget Gårdaverken AB. Detta skapar förtroende för ett långsiktigt och hållbart fokus. Även de två näst största ägarna är investmentbolag med långsiktigt fokus.

Ledningen har en stark erfarenhet av industriföretag där flera innehar aktier och optioner. I styrelsen innehar samtliga ledamöter innehav i bolaget.

Ledning

Som tidigare nämnt är Berners vd Caroline Reuterskiöld en viktig pusselbit i förvärvsbygget, rekryterad från Lagercrantz Niche Products. Enligt beskrivningen av Niche Products-strategi enligt Lagercrantz årsredovisningar är förvärvobjekten vanligtvis:

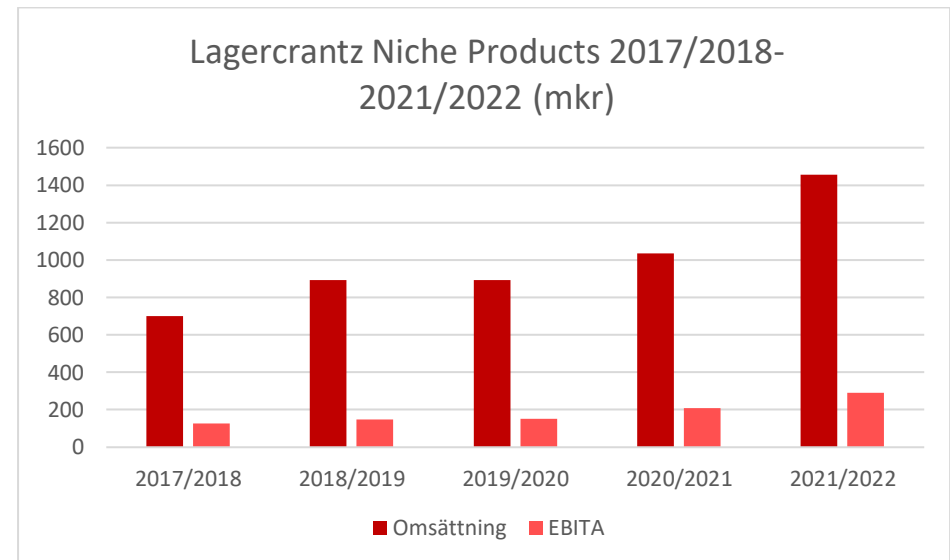
- Familjeägda
- Ledare i teknologiska nischer
- Har en bevisad lönsamhet
- Omsätter mellan 50-150MSEK

Jämför man dessa kriterier med förvärvet av Autofric syns många likheter, vilket stärker tesen om att Reuterskiöld inte kommer drastiskt ändra sin

filosofi. Därför är det av relevans att analysera Niche Products utveckling under Reuterskiölds tid där.

Mellan 2017/2018 – 2021/2022 (brutet räkenskapsår) ökade divisionen omsättningen med 207% och EBITA med 228%, vilket motsvarar en CAGR på 15,7% respektive 17,9%. Ett liknande resultat i Berner Industrier bör motivera en stor uppsida i aktien.

Vd Reuterskiöld äger 62 800 aktier samt 80 000 optioner, samt äger CFO 13 018 aktier samt 50 000 optioner. Detta får anses godkänt i relation till deras tid på posterna, och bolagets storlek.

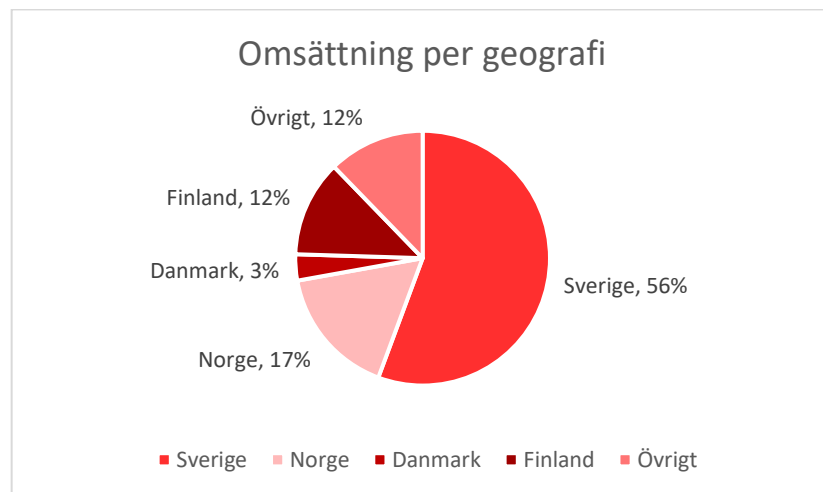


Marknad och Konkurrens

Geografisk närvaro

Berner Industrier opererar inom växande nischmarknader inom hållbar energi, industri samt infrastruktur. Idag är bolaget ett av Nordens ledande teknikhandelsföretag, där man innehar sin primära försäljning. Bolaget har en stark position inom både Teknik & Distribution och Energi & Miljö, och konkurrerar med ett brett produktutbud.

Bolagets omsättning härrör till stor del från Sverige med 56% under 2024. Norge, Finland och Danmark är de länder som omsättningsmässigt följer och totalt uppgår dessa tre länder till 32% av omsättningen. Resterande 12% kommer från resten av världen.



Marknadstrender

Den globala clean tech-marknaden som innefattar teknologier utvecklade för att reducera utsläpp genom utnyttjande av förnybara material och energi prognosticeras av Business Research Insights att utvecklas med en

CAGR om 8,5% mellan 2025 och 2033. Detta från en nivå på 420 miljoner USD 2024 till 880 miljoner USD 2033. Den huvudsakliga drivkraften bedöms komma från uppsatta mål om minskade utsläpp av världens regeringar till följd av miljömässig medvetenhet.

Hållbarhetstrenden

Enligt Statista var den globala clean energy-investeringsstakten 17% per år under 2023. Investeringarna i clean energy mer än dubblerades mellan 2014 och 2023, från 263 miljarder USD till 619 miljarder USD. Där har Kina tagit ledarrollen och investerade 2023 273 miljarder USD, medan Europa stod för ca 134 miljarder USD. Sverige är dessutom en av de länder i Europa med högst andel av förnybara energikällor. Detta visar på en underliggande efterfrågan av hållbara lösningar, inte minst kopplat till energi.

Marknaden för konsultation inom global hållbar energi uppgår till 4,5 miljarder USD 2024 och förväntas växa med 8,1% CAGR till 2033 enligt Business Research Insights. Även om Berner Industrier inte primärt säljer konsultation erbjuder de även professionell rådgivning.

Hållbarhetstrenden var samtidigt som starkast för ett par år sedan, och har i ett mer problematiskt ekonomiskt och politiskt klimat fått stå åt sidan. Vikten av hållbara lösningar kommer dock inte att försvinna enligt prognoser från Statista och Business Research Insights, samtidigt som Berner Industrier även hjälper sina kunder på annat sätt. Genom att utnyttja deras lösningar kan man minska resursanvändandet och därav minska kostnaderna på sikt.



Värdering

Omsättning

Vi prognostiserar en organisk omsättningstillväxt på 5% i snitt fram till 2031, vilket är något lägre än de senaste årens organiska tillväxt. Hur den strukturella omsättningstillväxten blir beror på förvärvsobjektens marginalprofil samt förvärvstakten, vilket är svårt att prognosticera. Bolagets eget mål är att växa med över 10% årligen över en konjunkturcykel.

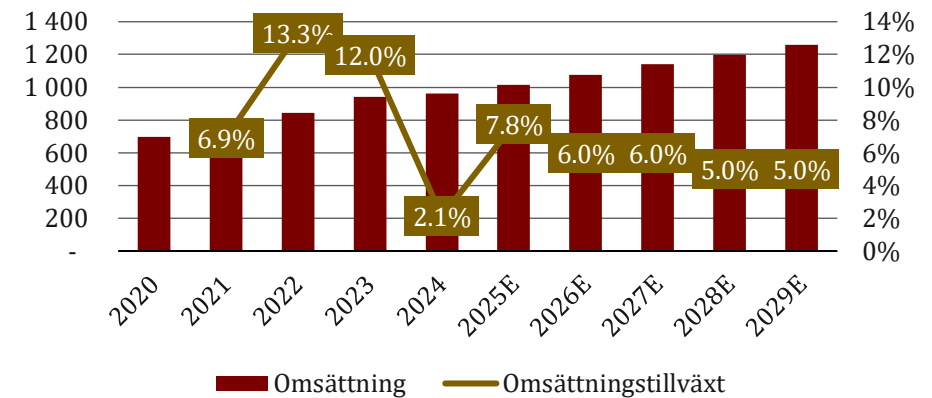
Rörelsemarginal

Rörelsemarginalen, som för 2024 påverkats av engångseffekter (-7mkr), väntas öka kommande år för att stabiliseras på 9% på sikt. Det motiveras genom slutförande av decentraliseringsarbetet (reduktion av overheadkostnader väntas slutföras under 2025, enligt Q1-rapporten) och minskad kapitalbindning, i linje med bolagets strategi. Detta ska även öka bolagets avkastning på eget kapital, vilket främjar långsiktig tillväxt.

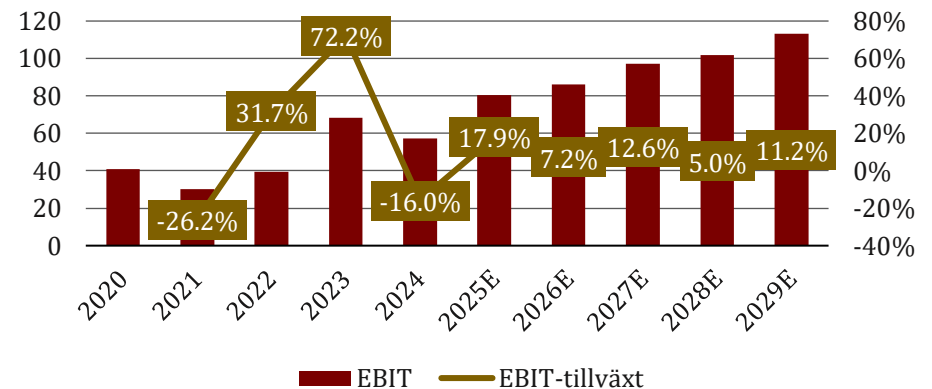
Förvärv

Genom en förvärvskassa med utrymme för ytterligare belåning finns goda förutsättningar för en lyckad förvärvsresa. I vår prognos används hela fria kassaflödet som genereras av koncernen inklusive förvärv varje år samt belåningsutrymme som finns, beräknat utifrån nettoskuld/EBITDA (justerad för leasing). Dessutom räknar vi med en utdelning på 50% av resultatet årligen, i linje med bolagets utdelningsmål på 30–50%. Att vi väljer den högre delen av intervallet beror på försiktighet. Med tanke på bolagets goda lönsamhet skapar en lägre utdelning en högre uppsida.

Revenue and Revenue growth (MSEK)



EBIT and EBIT growth (MSEK)



Värdering

Relativvärdering

Valda peers är förvärvsbolag som är verksamma på liknande geografier samt jobbar med liknande strategi som Berner.

På grund av bristen på outliers anses medelvärdet vara det mesta relevanta måttet. Detta ger en likaviktad uppsida på 48,3% och en riktkurs på 82,5kr. I denna analys anses relativvärderingen vara särskilt relevant då serieförvärvare generellt kan handlas till höga multiplar över tid. Detta innebär att en uppvärdering av Berners värderingsmultiplar ej kan ses som osannolikt. Däremot finns det fortfarande mycket att bevisa för bolaget, och en potentiell uppvärdering kan infinna sig längre fram i tiden.

	P/E	EV/EBIT	EV/EBITDA
Lagercrantz	46,10	34,10	28,50
Alfa Laval	22,60	16,50	13,40
Brdr. A&O			
Johansen	13,80	13,40	9,00
Bergman & Beving			
Momentum	39,30	23,30	13,20
Group			
OEM	45,60	31,40	20,90
International	30,90	23,60	20,70
Adtech	47,20	33,90	23,70
Indutrade	33,20	24,60	17,30
Average	34,84	25,10	18,34
Berner Industrier	24,50	18,00	11,20
Upside/downside	42%	39%	64%

Värdering

Organisk DCF

Vår WACC på 8,4% ges av en riskfri ränta på 2,23% och en riskpremie på 6,3%. Beta sätts till 1, vilket är högre än Avanzas beta på 0,59. TGR sätts till 2%. Riktkursen blir 69kr vilket innebär en uppsida på 24%.

På grund av leasing finns en stor diskrepans mellan avskrivningar och capex, vilket vi menar ger en missvisande bild av det fria kassaflödet, och därför justerar vi FCFF för leasing. Leasing beräknas som avskrivningar subtraherat med capex, vilket bör fungera som en rimlig proxy för leasingen på sikt, givet att capex som procent av omsättningen är konstant.

Förvärvs-DCF

Förvärvat fritt kassaflöde beräknas som att hela fria kassaflödet används justerat för utdelning, leasing samt skuldutrymme. Sedan antas förvärven växa sitt fria kassaflöde med 8% årligen. En högre tillväxt för förvärvsobjekten kan motiveras genom att förvärvsobjekten är av mindre storlek och väntas ha längre runway.

Utöver detta är antaganden lika med den organiska DCF:en vilket motiverar en riktkurs på 78,9kr, vilket innebär en uppsida 41,9%.

Med en utdelningsandel på 30% av det fria kassaflödet, den lägre delen av utdelningsmållets intervall, ökar uppsidan med ca 5 procentenheter.

WACC	Change in Revenue						
	-3,0%	-2,0%	-1,0%	0%	1,0%	2,0%	3,0%
11,4%	-18%	-17%	-15%	-14%	-13%	-11%	-10%
10,4%	-9%	-8%	-6%	-5%	-3%	-2%	0%
9,4%	2%	4%	6%	7%	9%	11%	13%
8,4%	18%	20%	22%	24%	26%	28%	30%
7,4%	40%	42%	44%	47%	49%	52%	54%
6,4%	72%	75%	78%	81%	84%	87%	90%
5,4%	124%	128%	132%	135%	139%	143%	147%

WACC	Change in EBIT margin						
	-1,5%	-1,0%	-0,5%	0%	0,5%	1,0%	1,5%
11,4%	-16%	-15%	-15%	-14%	-14%	-13%	-12%
10,4%	-7%	-6%	-5%	-5%	-4%	-4%	-3%
9,4%	6%	6%	7%	7%	8%	9%	9%
8,4%	22%	23%	23%	24%	24%	25%	26%
7,4%	45%	46%	46%	47%	47%	48%	49%
6,4%	79%	79%	80%	81%	81%	82%	83%
5,4%	134%	134%	135%	135%	136%	137%	137%



Rekommendation

Sammanfattning

Berner Industrier står inför en spännande framtid efter en period av omställning. Genom en stark ledning, stabil huvudägare och en väl exekverad strategiförändring finns alla förutsättningar för att förvärvsresan ska lyckas med förvärvet av Autofric som start. Den stabila balansräkningen möjliggör även ytterligare skuldsättning, vilket kan accelerera förvärvsagendan.

Genom ytterligare lönsamhetsförbättringar till följd av decentraliseringsarbetet och lönsamhetsförbättring i Teknik & Distribution handlas aktien lågt relativt framtida kassaflöden. Med en potentiell multipelexpansion som option finns även ett bull-case där aktien handlas till liknande multiplar som peers, vilket innebär en högre uppsida från denna kurs än DCF:en visar.

Rekommendation

Enligt en likaviktad sammantagen värdering blir riktkursen 81kr och uppsidan 45%. Med en stabil uppsida, en låg riskprofil och en stark ledning rekommenderar vi att **köpa** Berner Industrier.

