



BERNER INDUSTRIER

Gästanalys Berner Industrier

av Emil Brugge
17 dec 2024



IMPALA NORDIC



Bolagsöversikt

Berner Industrier är en koncern bestående av 8 dotterbolag. Koncernen är verksam inom 2 affärsområden: Energi & Miljö och Teknik & Distribution. Omsättningen uppgår till drygt en miljard samtidigt som börsvärdet är 600 miljoner kronor. Bolaget är optiskt billigare än andra serieförvärvare samtidigt som bolaget har en fin balansräkning och är redo att göra nya förvärv. Vad krävs för att bolaget ska få en uppvärdering?

Bakgrund

Bolaget grundades redan 1897 av den unga norrmannen, bara 20 år, Christian Berner i Göteborg. Verksamheten var att importera och utveckla tekniska lösningar för bryggeriindustrin. Snabbt expanderade den unga Berner till resterande nordiska länder Norge, Finland och Danmark i tidsordning.

Det tog dock till 2014 att notera bolaget och då var familjebolaget i tredje generationens händer Berner, Joachim Berner, som nyligen tagit rodret som styrelseordförande. Pre Money värderingen var cirka 165 Mkr och sedan dess har bolaget själv finansierat sin tillväxt med egna kassaflöden och skuld. Samtidigt stod bolaget och stampade kring 450 miljoner i omsättning med låga marginaler. 2017 togs dock bolaget till Nasdaq och bara ett halvår efter kommer första förvärvet av elpann och pump tillverkaren Zander & Ingeström. Omsättningen och kassaflödet växer snabbt och bara ett år efter förvärvas 2 bolag till.

2020 och 2021 var euforin som högst samtidigt som många förvärv belönades av marknaden trots att endast få visat sig vara värdeskapande med facit i hand. Berner trots hypen av marknaden minskar skulden mellan 2018 och 2021 fastän Swedenborg och Bullerbekämparen förvärvades.

Strategin omkastas

I slutet av 2021 byter styrelsen ut Bo Söderqvist, tidigare VD för koncernen, och rekryterar den tidigare Lagercrantz chefen, Caroline Reuterskiöld. Bara några månader tidigare avgick CFO. Under 2022 gjordes en omstrukturering av segmentsrapporteringen, och många chefer för dotterbolagen byttes ut. Dessa förändringar lade grunden för dagens decentraliserade Berner Industrier, där varje dotterbolag har stor självständighet och besluten fattas nära kunderna. Under året bytte koncernen namn från Christian Berner Tech Trade till Berner Industrier för att tydligare särskilja koncernen från dotterbolagen med samma namn.



Förvärvsmarknaden

Norden har blivit ett centrum för serieförvärvare, där många principer går tillbaka till Bergman & Beving samt deras avknoppningar. Decentralisering och kapitallätta verksamheter är kärnan. Dåvarande VD, Anders Börjesson studerade entreprenörer som Ingvar Kamprad och Erling Persson och drog slutsatsen att kapitallätta verksamheter har bättre förutsättningar. Detta ledde till att han implementerade liknande incitamentssystem som dagens serieförvärvare har. Baserat på kapitalbindning och vinst implementerades måttet E/WC (vinst / rörelsekapital) som används än idag i till exempel Addtech.

Charlie Munger, Warren Buffetts parhäst, anser att incitament är en av de största krafterna i mänskligt beteende och jag delar den uppfattningen. Genom att incentivera dotterbolags VD:ar till att minimera kapitalbindning är incitamenten i linje med aktieägarna då uppfattningen är att moderbolaget kan allokera kapital mer rationellt. Ett av bolagets mål på ROE vilket är en parameter för lönsam tillväxt vilket är uppskattat och visar att man dragit lärdomar från dessa jättar.

Affärsområden

Energi & Miljö (E&M)

Affärsområdet E&M driver verksamhet inom energi-, process- och tillverkningsindustrin genom tre dotterbolag. Huvudfokus ligger på hållbarhet genom minskade utsläpp, energiförluster och förbättrad arbetsmiljö. Försäljningen sker både på den svenska marknaden och genom export.

Zander & Ingeström och Swedenborg levererar pumpar för process-, vattenrenings- och tillverkningsindustrin. De utvecklar även egna produkter som Zetapannan, en elektrisk panna för global användning som ersätter fossila bränslen, och Swedamper, ett energisnålt industriellt spjäll.

Dotterbolaget Bullerbekämparen erbjuder bullerdämpande lösningar, bland annat ljudisolerande hytter och maskininbyggnader som förbättrar arbetsmiljön.

Teknik och Distribution (T&D)

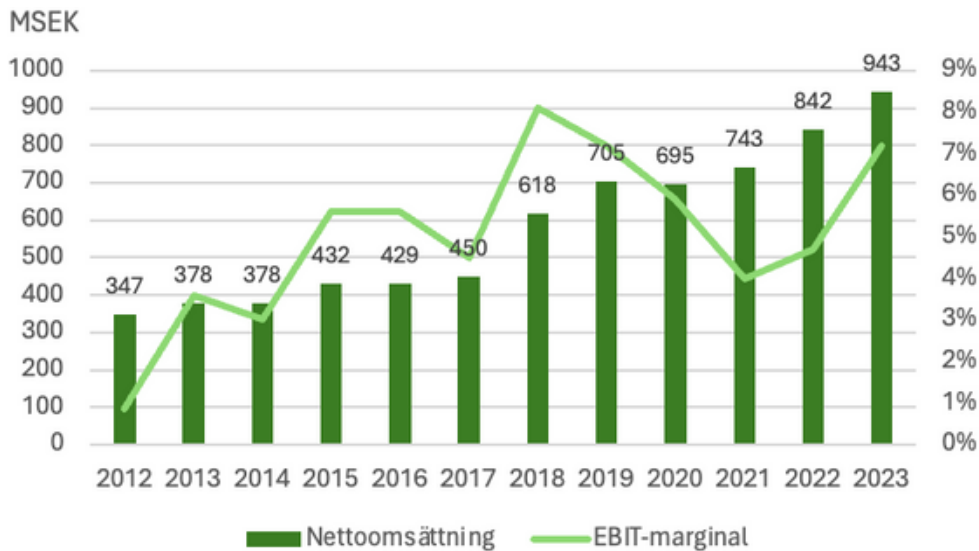
Affärsområdet Teknik och Distribution erbjuder lösningar inom områden som vattenrening, förpackningsutrustning, vibrationsdämpning, teknisk plast och processteknik. Bolagen fungerar främst som distributörer av ledande tillverkares produkter, men har även egna lösningar, exempelvis inom förpackningsmaterial och fyllningsmaskiner. Försäljningen sker huvudsakligen i de fyra nordiska länderna.

Kunderna finns inom en bred sektor, inklusive järnväg, vatten/avlopp, tillverkning, processindustri, samt offentlig sektor, där hållbara lösningar för storkök är vanliga. Den bredda kundbasen bidrar till god riskspridning.



Finansiell översikt

Berner Industrier har vuxit omsättningen i genomsnitt de senaste 12 åren med 8% medan rörelsemarginalen varit blygsamma 6%. Det bör finnas en stor potential på marginalen genom att förvärva liknande mindre produktbolag som man gjort och distribuera det via Christian Berner bolagen.



Under 2024 har man vuxit med 1,1 %, medan orderingången har sjunkit med 12 %. Särskilt det senaste kvartalet var svagt, då orderingången minskade med 17 % efter att ordrar skjutits fram enligt ledningen. E&M har klarat sig bättre i år och vuxit med 11,6 %, jämfört med en tillväxt på 27 % i fjol. Samtidigt har T&D haft det tuffare, med en försäljningsnedgång på 6 % under året.

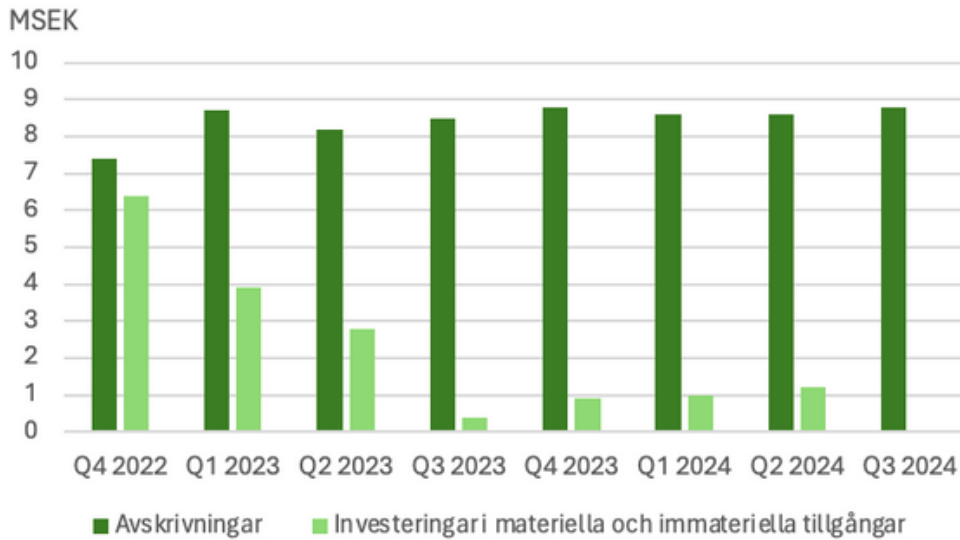
Balansräkningen är solid med omsättningstillgångar på 291 Mkr, varav likvida medel står för 60 Mkr. Bolaget har en kortfristig skuld till kreditinstitut på 118 Mkr, vilket ger en nettoskuld på 58 Mkr och en ND/EBITA på 1. Detta är en nivå som möjliggör fler förvärv framöver. När man hittar förvärvsobjekt bör en sund nivå vara 1-2,5.

Sedan noteringen har bolaget delat ut pengar varje år, med utdelningar som legat mellan 30-60 % av vinsten. Rörelsekapitalet är viktigt att hålla på en låg nivå när man arbetar med en förvärvsmodell, eftersom varje frigjord krona har en hög alternativkostnad. Den kan istället användas till nya förvärv. Efter det senaste kvartalet uppgick rörelsekapitalet till 18% av omsättningen.

Bolagets kapitaleffektivitet syns i den höga avkastningen på eget kapital, som under 2023 nådde 35%, en imponerande hög nivå.



För att beräkna Berners "Owners earnings" anser jag att OCF (före förändringar i rörelsekapital) -CAPEX-leasing är det mest likvärdiga måttet för verksamheten. På R12 uppgår detta till 46 Mkr. Därmed ger det oss en multipel på runt 13,3, vilket är betydligt lägre än sektorskollegor som värderas till 15-30. Dock har serieförvärvare som Lifco och Addtech en betydligt längre och mer kvalitativ historik. Kassagenereringen kan kortsiktigt påverkas av fluktueringar i rörelsekapitalet. Anledningen till att Berners "Owner earnings" är högre än vinsten är primärt då man skriver av immateriella tillgångar från gamla förvärv.



Illustrerar skillnaden mellan capex och avskrivningar.



Ledning och ägare

Caroline Reuterskiöld är VD sedan slutet av 2021. Hon arbetade tidigare som vice president för Niche produkter på Lagercrantz. Lagercrantz som är en decentraliserad organisation har förmodligen gett inspiration till förändringarna i Berners affärsmodell. Reuterskiöld äger aktier 35 300 aktier värda runt 1 miljon kronor.

Största ägaren är Joachim Berner, tredje generationens Berner och styrelseordförande med drygt 24% av kapitalet och 52% av rösterna i bolaget. Han har varit aktiv i bolaget sedan 1989, 35 år. Tidigare hade Joachim Berner erfarenhet från mediaindustrin och skrivit flera böcker.

Cervantes Capital är näst största ägaren med X% av kapitalet. Cervantes Capital är långsiktiga ägare i små och medelstora bolag och baserar sina investeringar på fundamental analys. Small Cap noterade investmentbolaget, Conjeco äger 10,3% av kapitalet i Berner Industries. Concejos VD, Carl Adam Rosenblad har sedan 2021 suttit i styrelsen.

Slutsats

Sammanfattningsvis är Berner Industrier i ett intressant läge med en stark balansräkning, låg värdering och tillväxtutsikter om man hittar ett förvärv. Ny ledning har gjort om bolagets strategi, vilket långsiktigt bör höja marginalen. Bolaget står inför kortsiktiga utmaningar på marknaden. För den som vågar se bortom dessa ser aktien dock attraktiv ut med en värdering på 13,3 gånger Owner Earnings. Dessutom finns potential för uppvärdering om framtida förvärv realiserar.

Disclaimer

© 2024 Impala Nordic. All rights reserved.

Materialet och informationen som upprättats är inte att betrakta som investeringsrådgivning av något slag. Varje investeringsbeslut fattas självständigt och tas på egen risk. Finansiella instrument kan både öka och minska i värde, och det finns en risk att du inte får tillbaka investerat kapital. Impala Nordic eller personer bakom Impala Nordic äger inga aktier i Bolaget.

Denna analys är oberoende och ej finansierad. Skribenten reserverar sig för eventuella faktafel, felskrivningar och feltolkningar i analysen.