



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Förvärvsbolag | Sweden | 10 May 2021

Instalco

Tillväxt och marginal borde accelerera framöver

Större pandemi-effekter än tidigare ledde till ett något svagt kvartal...

Med större effekt av pandemin än tidigare kvartal rapporterade Instalco organisk tillväxt på -1%, men med positiv tillväxt i Sverige. Mars var dock den bästa månaden i kvartalet och vi räknar med en vändning i takt med att ekonomierna fortsätter öppna upp. EBIT-marginalen fortsatte att expandera även om högre sjukfrånvaro och stängda byggen tyngde båda affärsområdena.

...men förvärvspotentialen är fortsatt hög och pipelinen är full

Instalco adderade fem bolag under Q1 och ytterligare två hittills under Q2, motsvarande inkrementellt 330 mkr i omsättning. Detta är i linje med den takt de höll under 2020 och bolaget indikerade att det kan komma lite större förvärv framöver. Förvärvspipelinen är full och vi räknar med fortsatt hög aktivitet, vilket är viktigt eftersom det är den främsta tillväxt drivaren.

Justerar estimat och motiverat värde

Vi sänker våra estimat med 11-21% för 2021-2023 då vi inte längre lägger in förvärv i våra estimat. Vi höjer dock vårt motiverade värde till 347-357 kr från 330-340kr då vi rullar fram vår värdering från 2022 till 2023. Vårt motiverade värde innebär P/E 25x och EV/EBIT 20x på 2023 år vinst, vilket vi tycker är rimligt givet den historiska tillväxten och höga kvaliteten på bolaget.

Estimatändring (SEK)			Prognos (SEK)				Risk och Avkastning			
	Nu	Förr		20	21e	22e	23e	Motiverat värde	347.00 - 357.00	
EPS, just 21e	10.35	11.59	-10.7%	Sales,m	7,122	8,504	8,934	9,342	Current price	SEK319.00
EPS, just 22e	11.41	13.57	-15.9%	Sales Growth	25.1%	19.4%	5.1%	4.6%	Riskenivå	Medium
EPS, just 23e	12.32	15.49	-20.5%	EBITDA, m	740	884	955	1,016		
				EBIT, m	604.0	725.1	788.0	841.6		
				EPS, adj	9.10	10.35	11.41	12.32		
				EPS Growth	22.8%	13.8%	10.2%	8.0%		
				Equity/Share	39.0	47.0	56.2	66.3		
				Dividend	2.70	3.00	3.00	3.00		
				EBIT Marginal	8.5%	8.5%	8.8%	9.0%		
				ROE (%)	27.6%	25.5%	23.4%	21.3%		
				ROCE	20.9%	22.1%	23.9%	25.4%		
				EV/Sales	2.40x	2.01x	1.91x	1.83x		
				EV/EBITDA	23.1x	19.3x	17.9x	16.8x		
				EV/EBIT	28.3x	23.6x	21.7x	20.3x		
				P/E, adj	35.1x	30.8x	28.0x	25.9x		
				P/Equity	8.2x	6.8x	5.7x	4.8x		
				Dividend yield	1.1%	0.8%	0.8%	0.8%		
				FCF yield	5.4%	4.4%	3.8%	4.4%		
				Net Debt/EBITDA	1.3g	0.6g	0.1g	(0.4)g		

Kommande händelser

Delårsrapport Q2 2021 2021-08-25
Delårsrapport Q3 2021 2021-11-09

Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier 50.6m
Market cap 16,145
Nettoskuld 940
EV 17,085
Free Float 100.00%
Avg. No. of Daily Traded Sh. 91.1(k)
Reuters/Bloomberg

Kursutveckling 12 mån



Analytiker

jonas.jansson@penser.se



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Förvärvsbolag | Sweden | 10 May 2021

Sammanfattning

Tillväxt och marginal borde accelerera framöver

Investment Case

Byggkonjunkturen tar fart...

Även om den organiska tillväxten var negativ i Q1, vilket gjorde marknaden besviken, så berodde det på att pandemin hade en större effekt på bolagen än de såg förra året med högre sjukfrånvaro och stängda byggen. Detta innebär att detta är en tillfällig effekt och tillväxten borde accelerera framöver i takt med att ekonomierna fortsätter att öppna upp.

Samtidigt tar byggkonjunkturen fart och arkitekter och teknik konsulter har fulla orderböcker vilket indikerar att det kommer att bli en stark höst. Order backlog i förhållande till 12 månaders rullande försäljning ligger på 95%, vilket är historiskt högt. Bolaget säger att de är nöjda om denna ligger på 65-70%.

...och förvärvstakten är fortsatt hög

Instalco har adderat 1.5 mdr kr i omsättning från förvärv de senaste 12 månaderna, vilket är högre än de 600-800 mkr de har som målnivå. De adderade 250 mkr i omsättning under första kvartalet och farhågan att förvärvsnivån håller på att decelerera lyftes till ledningen på konferenssamtalet efter rapporten. De kommenterade att de hade ett par förhandlingar som inte gick i lås, vilket är fullt naturligt och vi ser ingen som helst anledning att oroa oss över en lägre förvärvstakt. Pipelinen är fortsatt full och den inkluderar även större bolag (omsättning över 500 mkr).

Marginalen lägre än önskat men tillfällig effekt

Marginalen fortsatte att expandera under kvartalet men föll i båda affärsområdena - differensen berodde på upplöst tilläggsköpeskillning. De lägre marginalerna berodde på högre kostnader på grund av pandemin i Sverige med högre sjukfrånvaro och stängda byggen i kombination med säsongsmässig svaghet i industriverksamheten (500-700 mkr i omsättning) samt fortsatt svaghet i Norge i synnerhet. Alla dessa faktorer är tillfälliga och vi borde se en återhämtning under årets lopp. Vi räknar med en relativt sett stabil marginal under 2021-2023 på 8,5-9%.

Bolags profil

Instalco startades 2014 av nuvarande VD Per Sjöstrand som bildade en grupp av bolag inom olika installationsområden som el- VS och ventilation. Året därpå vann Instalco sitt första kontrakt inom flera olika installationsområden och under 2015 påbörjades en expansion över större delar av landet genom förvärv i bland annat Malmö, Göteborg, Lund, Karlstad och Lidköping.

2016 skedde de första förvärven utanför Sverige med köp av bolag i Helsingfors och Oslo och gruppen har sedan dess fortsatt att växa. Instalco är i nuläget verksamt i Sverige, Finland och Norge, där Sverige är den största marknaden med 75% av omsättningen. I december 2020 är antalet bolag i gruppen kring 90 st.

Från att ha finansierat alla förvärv via lån har kassaflödet i Instalco successivt vuxit. Trots en hög förvärvsaktivitet generas nu ett överskott i kassaflöde som innebär att förvärvsverksamheten helt finansieras med egna medel.



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Förvärvsbolag | Sweden | 10 May 2021

Sammanfattning

Tillväxt och marginal borde accelerera framöver

Värdering

Vi värderar Instalco på målmultiplar på 2023 års vinst inklusive förvärv. Förvärv stod för 85% av omsättningstillväxten 2015-2020 och måste därför tas hänsyn till i värderingen. Vår värdering inkluderar 1.1 mdr kr per år i 2021-2023 vilket är i linje med genomsnittet de senaste tre åren. Vi använder P/E 25x och EV/EBIT 20x som målmultiplar, vilket vi anser är motiverat givet den historiskt höga tillväxten och höga kvaliteten på bolaget. Därtill har marginalen varit relativt stabil historiskt, vilket ökar förutsägbarheten.

Som jämförelse handlas andra förvärvsbolag såsom Indutrade, Addtech, Lagercrantz och Lifco på P/E-tal över 30x och EV/EBIT strax under 30x på 2022 års vinst.

Motiverat värde

Vi höjer vårt motiverade värde till 347-357 kr från 330-340 kr då vi rullar fram vår värdering till 2023. Vi ändrar också vårt sätt att lägga estimat - vi lägger inte längre in förvärv i estimaten men tar dock hänsyn till förvärven när vi gör vår värdering. Anledningen till att vi baserar vår värdering på 2023 är att förvärvstakten alltid är volatil och oförutsägbar även om den är relativt sett stabil över tid.

Resultaträkning

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	4 414	5 692	7 122	8 504	8 934	9 342
Övriga intäkter	40	70	62	62	62	62
Material och köpta tjänster	-2 295	-2 937	-3 720	-4 442	-4 666	-4 880
Personalkostnader	-1 438	-1 836	-2 274	-2 715	-2 853	-2 983
Övriga rörelsekostnader	-313	-402	-451	-524	-522	-525
EBITDA (rapporterat)	408	587	739	884	955	1 016
Avskrivningar	-74	-96	-136	-159	-167	-175
EBIT (rapporterat)	334	491	603	725	788	842
Jämförelsestörande poster	-41	-7	-20	0	0	0
EBIT (justerat)	375	498	623	725	788	842
Förvävsrelaterade avskrivningar	0	-1	-1	-1	-1	-1
EBITA (justerat)	375	499	624	726	789	843
Finansiella intäkter	2	5	5	5	5	5
Finansiella kostnader	-21	-24	-14	-27	-18	-10
Resultat före skatt	315	472	594	704	775	837
Skatter	-67	-101	-133	-148	-163	-176
Minoritetsintressen	0	-2	-6	-7	-8	-9
Nettoresultat (rapporterat)	248	369	455	549	604	653
Nettoresultat (justerat)	280	376	472	549	604	653

Balansräkning

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
TILLGÅNGAR						
Goodwill	1 582	2 189	2 776	2 911	2 911	2 911
Övriga immateriella tillgångar	1	4	4	4	4	4
Materiella anläggningstillgångar	171	257	383	383	383	383
Räntebärande anläggningstillgångar	0	0	0	0	0	0
Innehav i intresseföretag och andelar	0	0	0	0	0	0
Övriga anläggningstillgångar	9	11	11	11	11	11
Summa anläggningstillgångar	1 763	2 461	3 174	3 309	3 309	3 309
Varulager	29	45	45	45	54	56
Kundfordringar	698	874	995	995	1 188	1 248
Övriga omsättningstillgångar	308	479	628	737	771	804
Likvida medel	218	317	386	357	349	343
Summa omsättningstillgångar	1 253	1 715	2 054	2 134	2 363	2 451
SUMMA TILLGÅNGAR	3 016	4 176	5 228	5 443	5 672	5 760
EGET KAPITAL OCH SKULDER						
Eget kapital	1 068	1 483	1 960	2 360	2 816	3 321
Minoritetsintressen	0	2	12	19	27	36
Summa eget kapital	1 068	1 485	1 972	2 379	2 843	3 357
Långfristiga finansiella skulder	810	1 100	1 223	797	374	-156
Pensionsavsättningar	0	0	0	0	0	0
Uppskjutna skatteskulder	64	86	86	86	86	86
Övriga långfristiga skulder	0	0	0	0	0	0
Summa långfristiga skulder	874	1 186	1 309	883	460	-70
Kortfristiga finansiella skulder	65	84	103	103	103	103
Leverantörsskulder	317	420	588	588	702	738
Skatteskulder	34	34	34	34	34	34
Övriga kortfristiga skulder	658	967	1222	1456	1529	1599
Summa kortfristiga skulder	1 074	1 505	1 947	2 181	2 368	2 473
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	3 016	4 176	5 228	5 443	5 672	5 760

Kassaflödesanalys

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Nettoresultat (rapporterat)	248	369	455	549	604	653
Icke kassaflödespåverkande poster	85	106	160	174	183	192
Förändringar i rörelsekapital	5	21	74	125	-49	10
Kassaflöde från den operationella verksamheten	338	496	689	847	739	854
Investeringar i anläggningstillgångar	-7	-12	-11	-16	-17	-17
Avyttringar	4	4	4	0	0	0
Fritt kassaflöde	335	488	682	831	722	837
Utdelningar	-52	-73	-115	-156	-156	-156
Nyemission / återköp	67	100	226	0	0	0
Förvärv	-369	-560	-582	-135	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	21	138	-119	-570	-573	-688
Kassaflöde	2	93	92	-29	-7	-7
Omräkningsdifferenser i likvida medel	5	6	-23	0	0	0
Nettoskuld (inkl. IFRS 16)	657	867	940	543	128	-396

Tillväxt och marginaler

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Organisk tillväxt	7%	4%	6%	4%	4%	5%
Omsättningstillväxt	42%	29%	25%	19%	5%	5%
EBIT-tillväxt, justerad	42%	33%	25%	16%	9%	7%
EPS-tillväxt, justerad	48%	29%	23%	14%	10%	8%
Bruttomarginal	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m
EBITDA-marginal (justerad)	10,2%	10,5%	10,7%	10,4%	10,7%	10,9%
EBITA-marginal (justerad)	8,5%	8,5%	8,8%	8,8%	8,5%	8,8%
Skattesats	25%	21%	21%	22%	21%	21%

Kapitaleffektivitet

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
ROE, justerad	30%	30%	28%	26%	24%	22%
ROCE, justerad	22%	22%	21%	22%	24%	26%
ROIC	25%	24%	24%	25%	27%	28%
Investeringar / omsättning	0%	2%	2%	2%	2%	2%
Varulager / omsättning	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Rörelsekapital / omsättning	9%	9%	6%	6%	6%	6%
Kapitalomsättningshastighet	1,5x	1,4x	1,4x	1,6x	1,6x	1,6x

Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Nettoskuld (ex IFRS 16)	514	654	627	230	-185	-709
Nettoskuld (inkl IFRS 16)	657	867	940	543	128	-396
Soliditet	35%	36%	38%	44%	50%	58%
Nettoskuldsättningsgrad	62%	58%	48%	23%	4%	-12%
Nettoskuld / EBITDA	1,5x	1,5x	1,2x	0,6x	0,1x	-0,4x

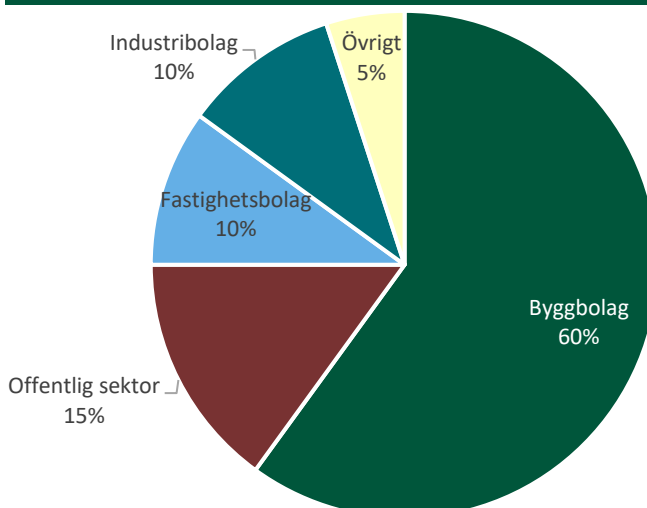
Värdering

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
P/E, justerat	12,0x	18,3x	27,6x	35,3x	32,1x	29,7x
P/EK	3,1x	4,4x	6,4x	8,0x	6,7x	5,7x
P/FCF	9,9x	13,5x	18,6x	22,9x	26,4x	22,7x
Direktavkastning	2,2%	1,7%	1,1%	0,8%	0,8%	0,8%
Utdelningsandel, justerad	26%	31%	30%	29%	26%	24%
EV/Sales	0,9x	1,3x	1,9x	2,3x	2,1x	2,0x
EV/EBITDA, justerat	8,8x	12,6x	18,0x	22,1x	20,1x	18,3x
EV/EBIT, justerat	10,6x	15,0x	21,9x	27,0x	24,3x	22,1x
Aktiekurs, årets slut	69,0	135,2	251,0	366,0	366,0	366,0
EV, årets slut	3 958	7 471	13 643	19 573	19 158	18 634

Ägare och nyckelpersoner

Swedbank Robur	9,8%
Per Sjöstrand	8,4%
Capital Group	7,9%
Paradigm Capital	5,4%
Odin Fonder	4,5%
Ordförande	Olof Ehrlén
Verkställande direktör	Per Sjöstrand
Finansdirektör	Robin Boheman
Investerarkontakt	Fredrik Trahn
Hemsida	https://www.instalco.se

Slutmarknader



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 Instrument 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