



# ERIK PENSER BANK

Penser Access | Förvärvsbolag | Sverige | 06 Maj 2022

## Instalco

### Tillfällig marginalpress men historiskt hög förvärvstakt

#### Bra organisk tillväxt och högsta förvärvstakten någonsin

Den organiska tillväxten är volatil mellan kvartalen men det är ändå positivt att den var 8% i Q1, även om det delvis berodde på lätta jämförelsetal. M&A adderade 33% i kvartalet och trots att vi är i maj är tillskottet från förvärv 2022 redan 1,8 mdkr eller ca 20% av omsättningen under 2021. Bolagets pipeline är fortsatt full.

#### Marginalen under press men det borde rätta till sig kommande kvartal

På grund av höga sjuktal och stigande råmaterialpriser kontraherade marginalen 110 punkter till 6,7% i Q1. Sjuktalen normaliserades mot slutet av kvartalet, medan prishöjningar kommer kompensera för högre insatsvarupriser successivt. Vi ser båda dessa faktorer som tillfälliga och tror marginalen kommer att normaliseras under kommande kvartal.

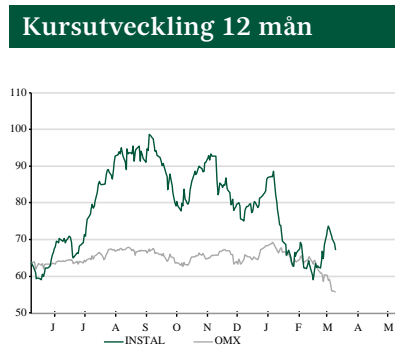
#### Sänker estimaten på lägre marginaler men höjer motiverat värde något efter att ha konsoliderat M&A

Vi konsoliderar de senaste förvärven, men med en lägre marginalbas än väntat så kommer ändå estimaten ner. Då vi ser fem år in i framtiden när vi värderar Instalco och då vi tror marginalen kommer att normaliseras under perioden, så slår de högre omsättningssestimat pga M&A positivt på vår värdering och motiverat värde höjs till 91-93 kr (90-92).

Estimatändring (kr)				Prognos (kr)				Värde och risk		
	Nu	Förr		21	22e	23e	24e	Motiverat värde	91.0 - 93.0	
EPS, justerad 22e	2.1	2.5	-16.9%	Omsättning, mkr	8,890	10,848	11,341	11,681	Aktiekurs	SEK55.2
EPS, justerad 23e	2.4	2.7	-10.9%	Tillväxt	25%	22%	5%	3%	Riskenivå	Medium
EPS, justerad 24e	2.7	2.9	-7.2%	EBITDA, mkr	920	1,070	1,178	1,213		
				EBIT, mkr	722	764	863	931		
				EPS, justerad	2.0	2.1	2.4	2.7		
				EPS tillväxt	10%	4%	18%	11%		
				EK/aktie	9.9	11.4	13.2	15.2		
				Utdelning/aktie	0.7	0.8	0.9	0.9		
				EBIT-marginal	8.1%	7.0%	7.6%	8.0%		
				ROE (%)	24.3%	20.9%	21.3%	20.4%		
				ROCE	17.3%	16.3%	19.4%	21.3%		
				EV/Sales	1.8x	1.4x	1.4x	1.3x		
				EV/EBITDA	17.0x	14.6x	13.3x	12.9x		
				EV/EBIT	21.6x	20.4x	18.1x	16.8x		
				P/E, justerad	27.5x	26.5x	22.6x	20.4x		
				P/EK	5.6x	4.8x	4.2x	3.6x		
				Direktavkastning	0.7%	1.2%	1.4%	1.4%		
				FCF yield	2.7%	5.6%	6.0%	6.2%		
				Nettosk./EBITDA	1.8g	1.2g	0.6g	0.1g		

Kommande händelser	
Delårsrapport Q2 2022	2022-08-25
Delårsrapport Q3 2022	2022-11-09

Bolagsfakta (mkr)	
Antal aktier	253m
Börsvärde	13,966
Nettoskuld	1,643
EV	15,609
Free float	100%
Daglig handelsvolym, snitt	671(k)
Reuters/Bloomberg	INSTAL.ST/INSTAL:SS



**Analytiker**  
markus.almerud@penser.se



# ERIK PENSER BANK

Penser Access | Förvärvsbolag | Sverige | 06 Maj 2022

## Sammanfattning

### Tillfällig marginalpress men historiskt hög förvärvstakt

#### Investment Case

Instalco har en lång historik av att leverera en hög och stadig vinsttillväxt genom sin decentraliserade förvärvsmodell. Genom att förvärva bolag till en lägre multipel än man själv handlas till uppstår kontinuerligt multipelarbiterage, vilket skapar värde över tid. Förvärv har stått för 85% av försäljningstillväxten sedan start och är därmed centralt. Förvärvstakten har fortsatt vara hög med en bra pipeline av högkvalitativa bolag. Den genomsnittliga organiska tillväxten har varit 11% från låga nivåer.

Marginalen har varit relativt stabil de senaste åren och legat på 8,5-9% på årsbasis. Vi tror att denna nivå kommer att bestå.

Nya tillväxtområden inkluderar en konsultverksamhet samt industri. Inom bygg tror vi att Instalco på medellång sikt kommer att gynnas av de gröna trenderna och EUs gröna giv. Målsättningen är att fördubbla renoveringstakten de kommande åren vilket kommer gynna bolag som Instalco.

#### Bolagsprofil

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 2021 var antalet bolag i gruppen kring 100 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.

#### Värdering

Vi värderar Instalco på målmultiplar för 2025 års vinst inklusive förvärv. Värdena diskonteras sedan tillbaka till idag. Förvärv stod för 85% av omsättningstillväxten 2015-2020 och måste därför tas hänsyn till i värderingen. Vår värdering inkluderar 1.2 mdr kr per år under 2022-2025, vilket är i linje med genomsnittet under 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 kvalitén 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 på 27-30x och EV/EBIT på 21-28x på 2023 års vinst men de har också längre historik.

#### Motiverat värde

91-93 kr

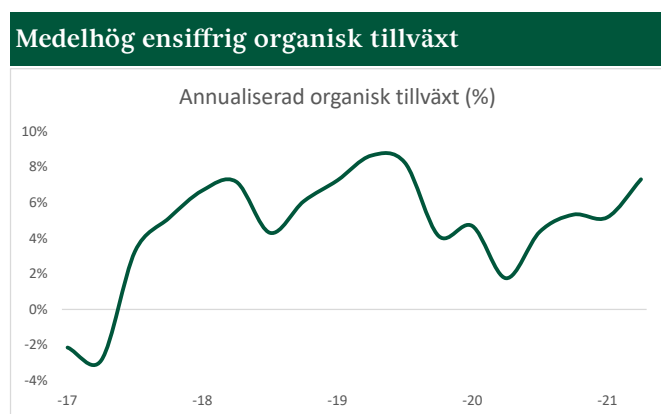
## Gynnsamma marknadsförhållanden och fortsatt hög förvärvstakt framöver

Den organiska tillväxten i årstakt är relativt stabil på medelhöga ensiffriga tal. Efterfrågan är stark av installationer och kommer att ligga på samma nivå de kommande åren. Marginalen trendar dock ner på grund av högre råmaterialpriser i kombination med ovanligt höga sjuktal. Båda dessa faktorer är tillfälliga och borde rätta till sig under kommande kvartal.

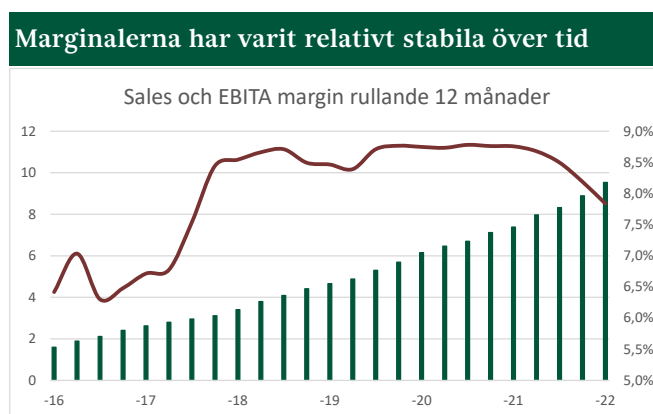
Cirka 30% av kontrakten är fastpriskontrakt medan övriga har en varierande grad av prisjusteringar inarbetade (servicekontrakten är på spotpriser). Råmaterialprishöjningarna i augusti-september kommer att rulla över under Q1 och Q2 2022 i och med att Instalcos normalprojekt är 6-9 månader. De nya höjningarna, i spåren av kriget i Ukraina, har resulterat i en liknande situation men med nya prishöjningar kommer detta jämma ut sig under resten av året.

Sjuktalen (vilka inkluderar personal i karantän och VAB) fortsatte vara utmanande i Q1 (särskilt i början) men med restriktionerna bakom oss räknar vi med en normalisering av dessa.

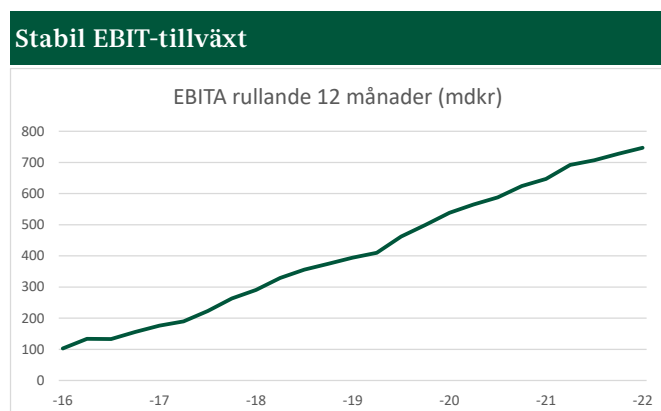
Samtidigt fortsätter bolaget hålla en hög förvärvstakt. Bolaget genomförde 27 förvärv under 2021 och har gjort ytterligare fyra hittills under 2022. Sammantaget är tillskottet från förvärv för 2022 redan 1.7 mdkr, vilket är den högsta nivån någonsin, trots att vi bara är i maj.



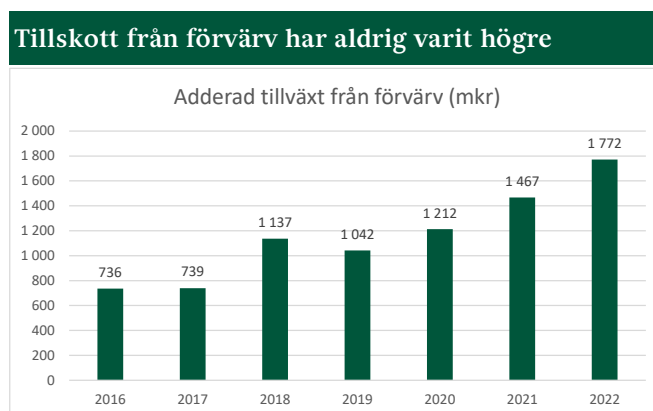
Bolaget, EPB



Bolaget, EPB



Bolaget, EPB



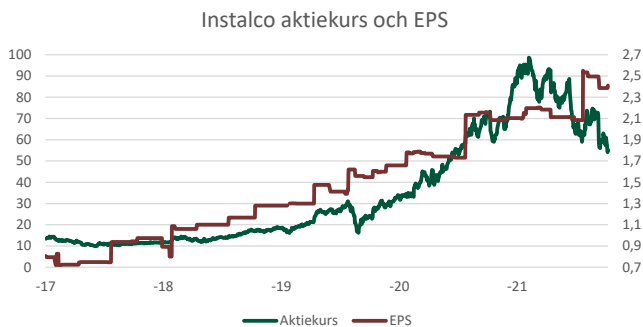
Bolaget, EPB

## Historiskt hög värdering - i linje med genomsnittet för andra förvärvsbolag

Hela förvärvsbolagsuniverset har sett signifikanta nedgångar i den senaste börsturbulensen. Instalcos NTM-P/E har till exempel kontraherat 50% sedan toppen i september och vi har sett en kraftig divergens mellan EPS och aktiekurs på sistone (även om EPS har kommit ner något).

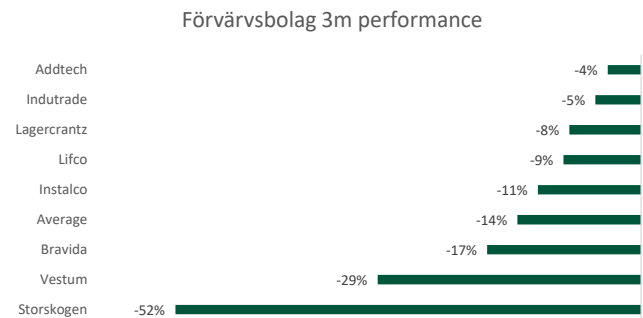
Vi gillar förvärvsbolagen och tror att förvärv kommer att fortsätta driva EPS över tid. Däremot är vi osäkra vart multipeln kommer att stabiliseras - vi ligger fortfarande signifikant över historiska nivåer.

### Aktiekursen och estimattrenden har divergerat



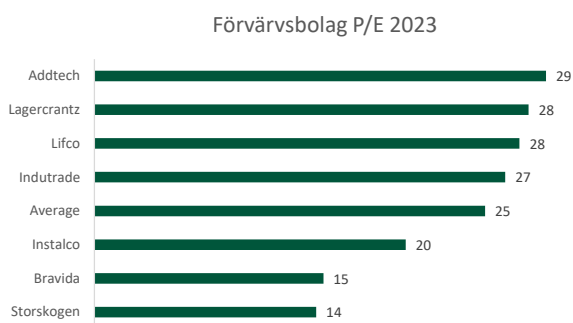
Factset, EPB

### Hela universet har fallit kraftigt senaste månaderna



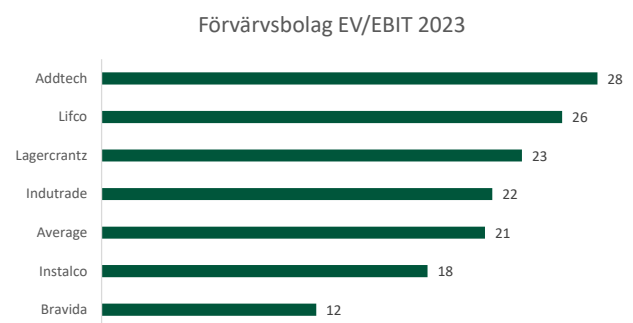
Factset, EPB

### Förvärvsbolagen handlar på P/E 27x...



Factset, EPB

### ...och EV/EBIT 25x på 2023e



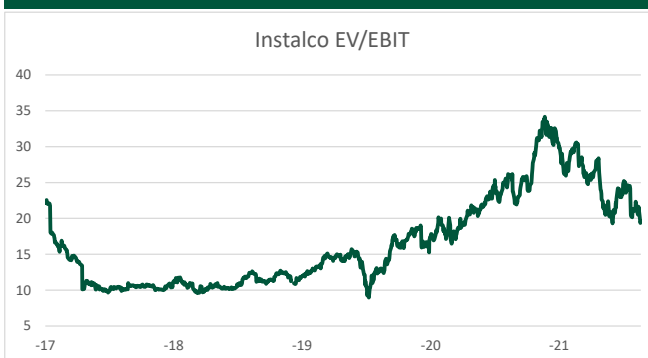
Factset, EPB

### Mer än 40% P/E-kontraktion sedan toppen i september...



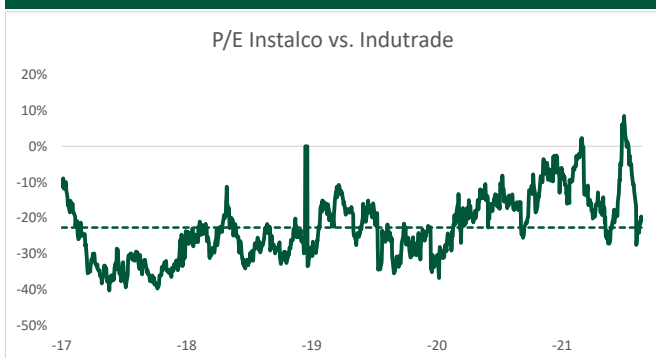
Factset, EPB

### ...och nästan 40% på EV/EBIT



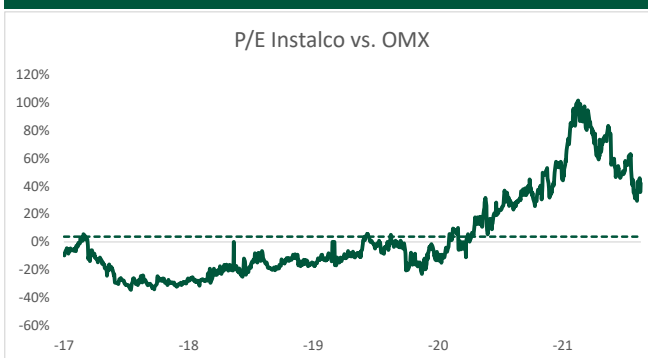
Factset, EPB

### Instalco handlar fortfarande på rabatt mot Indutrade



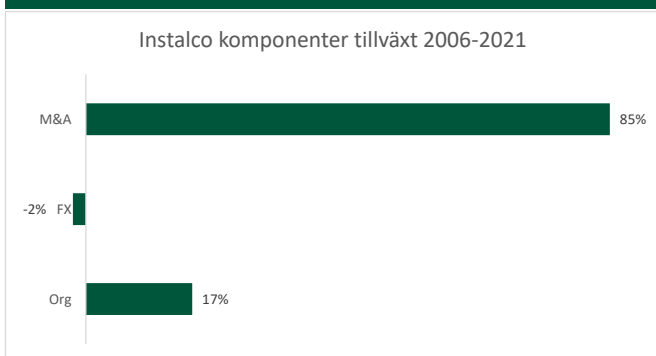
Factset, EPB

### ...men har tappat en stor del av sin premie mot OMX



Factset, EPB

### M&A har stått för 85% av tillväxten...



Bolaget, EPB

### ...vilket är i linje med Indutrades första år



Bolaget, EPB

### Multipelvärdering på 85-100 kr

Förvärv står för 85% av tillväxten i Instalco sedan start och är därmed en kritisk värde drivare som måste tas hänsyn till när vi värderar aktien. Om vi antar att förvärvstakten kommer ligga i linje med de senaste tre åren ser vi 20%

CAGR i omsättning och rörelseresultat i 2020-2025e. I vår beräkning använder vi två års framåtblickande multiplar som ligger något under jämförelsebolagen pga den kortare historiken.

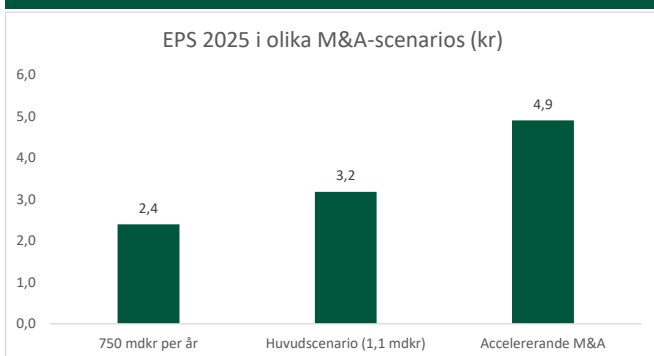
Eftersom förvärv är den främsta värddrivaren för Instalco (M&A har stått för 85% av vinsttillväxten de senaste åren) har vi fokuserat på förvärv när vi har gjort vår känslighetsanalys. I vårt huvudscenario har vi antagit att bolaget har adderat 1.1 mdkr per år de kommande 4-5 åren. I ett scenario då bolaget endast adderar 750 mkr per år är aktien värd strax över 50 kr. Om vi istället antar att förvärvsaktiviteten accelererar successivt och att de adderar 2 mdkr 2025e ser vi uppsida till över 130 kr.

### Beräkning av motiverat värde

<u>Motiverat värde med ojusterade estimat</u>	
2 års framåtblickande peer P/E	27
2023e nettovinst (mkr)	662
2023e EPS (kr)	2,4
Motiverat värde idag (mdr kr)	18
Motiverat värde idag (kr)	66
2 års framåtblickande peer EV/EBIT	24
2023e EBITA (mkr)	943
Motiverat EV idag (mdr kr)	23
<u>Effekter av förvärv</u>	
2025 sales exkl M&A (mdr kr)	12,0
Inkrementellt från M&A (mdr kr)	6,3
Total 2025 (mdr kr)	18,3
Total 2020 (mdr kr)	7,1
CAGR	21%
EBITA-marginal	8,6%
2025 EBITA (incl. M&A)	1 569
2020 EBITA	625
CAGR	20%
Finansnetto	-282
Skatt	-283
2025 nettovinst inkl M&A	1004
<u>Värdering inklusive förvärv</u>	
Motiverat P/E	25
Värde dec 2023 (mdr kr)	25
Värde per aktie dec 2023 (kr)	96
<b>Värde per aktie idag</b>	<b>85</b>
Motiverat EV/EBIT	20
EV dec 2023 (mdr kr)	31
EV nuvärde (mdr kr)	28
Senaste net debt (mdr kr)	1,7
Nuvärde (mdr kr)	26
<b>Nuvärde per aktie (kr)</b>	<b>100</b>
Genomsnitt	92

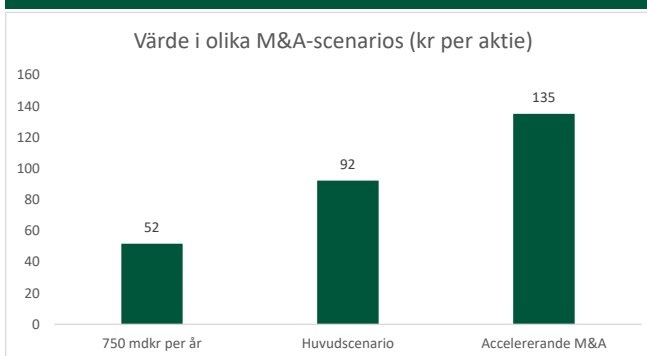
EPB

## Nästan 5 kr i EPS 2025 om accelererad M&A...



EPB

## ...vilket skulle ge över 130 kr i värde per aktie



EPB

## Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Nettoomsättning</b>	<b>4 414</b>	<b>5 692</b>	<b>7 122</b>	<b>8 890</b>	<b>10 848</b>	<b>11 341</b>	<b>11 681</b>
Övriga intäkter	40	70	62	115	115	115	115
Material och köpta tjänster	-2 295	-2 937	-3 720	-4 552	-5 555	-5 807	-5 981
Personalkostnader	-1 438	-1 836	-2 274	-2 975	-3 630	-3 795	-3 909
Övriga rörelsekostnader	-313	-402	-451	-558	-709	-676	-693
<b>EBITDA (rapporterat)</b>	<b>408</b>	<b>587</b>	<b>739</b>	<b>920</b>	<b>1 070</b>	<b>1 178</b>	<b>1 213</b>
Avskrivningar	-74	-96	-136	-198	-305	-315	-282
<b>EBIT (rapporterat)</b>	<b>334</b>	<b>491</b>	<b>603</b>	<b>722</b>	<b>764</b>	<b>863</b>	<b>931</b>
Jämförelsestörande poster	-41	-7	-20	20	0	0	0
<b>EBIT (justerat)</b>	<b>375</b>	<b>498</b>	<b>623</b>	<b>702</b>	<b>764</b>	<b>863</b>	<b>931</b>
Förvävsrelaterade avskrivningar	0	-1	-1	-26	-80	-80	-80
<b>EBITA (justerat)</b>	<b>375</b>	<b>499</b>	<b>624</b>	<b>728</b>	<b>844</b>	<b>943</b>	<b>1 011</b>
Finansiella intäkter	2	5	5	23	23	23	23
Finansiella kostnader	-21	-24	-14	-46	-83	-58	-38
<b>Resultat före skatt</b>	<b>315</b>	<b>472</b>	<b>594</b>	<b>699</b>	<b>704</b>	<b>828</b>	<b>916</b>
Skatter	-67	-101	-133	-142	-141	-166	-183
Minoritetsintressen	0	-2	-6	-12	-12	-14	-16
<b>Nettoresultat (rapporterat)</b>	<b>248</b>	<b>369</b>	<b>455</b>	<b>545</b>	<b>551</b>	<b>648</b>	<b>717</b>
<b>Nettoresultat (justerat)</b>	<b>280</b>	<b>376</b>	<b>472</b>	<b>531</b>	<b>551</b>	<b>648</b>	<b>717</b>

Bolaget, EPB

## Balansräkning

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>TILLGÅNGAR</b>							
Goodwill	1 582	2 189	2 780	3 847	3 994	3 994	3 994
Övriga immateriella tillgångar	1	4	10	176	152	65	18
Materiella anläggningstillgångar	171	257	364	538	538	538	538
Räntebärande anläggningstillgångar	0	0	0	0	0	0	0
Innehav i intresseföretag och andelar	0	0	0	0	0	0	0
Övriga anläggningstillgångar	9	11	20	32	32	32	32
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>1 763</b>	<b>2 461</b>	<b>3 174</b>	<b>4 593</b>	<b>4 716</b>	<b>4 629</b>	<b>4 582</b>
Varulager	29	45	62	104	127	133	137
Kundfordringar	698	874	995	1 448	1 767	1 847	1 903
Övriga omsättningstillgångar	308	479	611	748	885	919	943
Likvida medel	218	317	386	696	317	309	303
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>1 253</b>	<b>1 715</b>	<b>2 054</b>	<b>2 996</b>	<b>3 096</b>	<b>3 208</b>	<b>3 285</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>3 016</b>	<b>4 176</b>	<b>5 228</b>	<b>7 589</b>	<b>7 812</b>	<b>7 837</b>	<b>7 867</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>							
Eget kapital	1 068	1 483	1 961	2 482	2 850	3 291	3 795
Minoritetsintressen	0	2	12	19	31	45	61
<b>Summa eget kapital</b>	<b>1 068</b>	<b>1 485</b>	<b>1 973</b>	<b>2 501</b>	<b>2 881</b>	<b>3 337</b>	<b>3 856</b>
Långfristiga finansiella skulder	810	1 100	1 190	2 198	1 489	920	336
Pensionsavsättningar	0	0	0	0	0	0	0
Uppskjutna skatteskulder	64	86	118	192	192	192	192
Övriga långfristiga skulder	0	0	0	0	0	0	0
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>874</b>	<b>1 186</b>	<b>1 308</b>	<b>2 390</b>	<b>1 681</b>	<b>1 112</b>	<b>528</b>
Kortfristiga finansiella skulder	65	84	103	141	141	141	141
Leverantörsskulder	317	420	588	788	962	1 005	1 035
Skatteskulder	34	34	40	33	33	33	33
Övriga kortfristiga skulder	658	967	1216	1736	2113	2208	2274
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>1 074</b>	<b>1 505</b>	<b>1 947</b>	<b>2 698</b>	<b>3 249</b>	<b>3 388</b>	<b>3 483</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>3 016</b>	<b>4 176</b>	<b>5 228</b>	<b>7 589</b>	<b>7 812</b>	<b>7 837</b>	<b>7 867</b>

Bolaget, EPB

## Kassaflödesanalys

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Nettoresultat (rapporterat)	248	369	455	545	551	648	717
Icke kassaflödespåverkande poster	85	106	160	195	330	344	313
Förändringar i rörelsekapital	5	21	74	-130	72	18	13
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>338</b>	<b>496</b>	<b>689</b>	<b>610</b>	<b>953</b>	<b>1 010</b>	<b>1 043</b>
Investeringar i anläggningstillgångar	-7	-12	-11	-26	-36	-37	-38
Avyttringar	4	4	4	15	0	0	0
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>335</b>	<b>488</b>	<b>682</b>	<b>599</b>	<b>918</b>	<b>973</b>	<b>1 005</b>
Utdelningar	-52	-73	-115	-141	-195	-221	-230
Nyemission / återköp	67	100	226	41	0	0	0
Förvärv	-369	-560	-582	-953	-210	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	21	138	-119	751	-891	-760	-781
<b>Kassaflöde</b>	<b>2</b>	<b>93</b>	<b>92</b>	<b>297</b>	<b>-379</b>	<b>-8</b>	<b>-6</b>
Omräkningsdifferenser i likvida medel	5	6	-23	12	0	0	0
<b>Nettoskuld (inkl. IFRS 16)</b>	<b>657</b>	<b>867</b>	<b>907</b>	<b>1 643</b>	<b>1 313</b>	<b>752</b>	<b>174</b>

Bolaget, EPB



## Tillväxt och marginaler

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Organisk tillväxt	7%	4%	6%	4%	5%	5%	3%
Omsättningstillväxt	42%	29%	25%	25%	22%	5%	3%
EBIT-tillväxt, justerad	42%	33%	25%	16%	16%	12%	7%
EPS-tillväxt, justerad	48%	29%	23%	10%	4%	18%	11%
Bruttomarginal	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m
EBITDA-marginal (justerad)	10,2%	10,5%	10,7%	10,1%	9,9%	10,4%	10,4%
EBITA-marginal (justerad)	8,5%	8,5%	8,8%	8,8%	8,2%	7,8%	8,3%
Skattesats	25%	21%	21%	22%	20%	20%	20%

*Bolaget, EPB*

## Kapitaleffektivitet

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
ROE, justerad	30%	30%	28%	24%	21%	22%	21%
ROCE, justerad	22%	22%	21%	18%	17%	20%	22%
ROIC	25%	24%	24%	20%	18%	21%	23%
Investeringar / omsättning	0%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Varulager / omsättning	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Rörelsekapital / omsättning	9%	9%	7%	7%	7%	7%	7%
Kapitalomsättningshastighet	1,5x	1,4x	1,4x	1,2x	1,4x	1,4x	1,5x

*Bolaget, EPB*

## Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Nettoskuld (ex IFRS 16)	514	654	594	1 211	881	320	-258
Nettoskuld (inkl IFRS 16)	657	867	907	1 643	1 313	752	174
Soliditet	35%	36%	38%	33%	37%	43%	49%
Nettoskuldsättningsgrad	62%	58%	46%	66%	46%	23%	5%
Nettoskuld / EBITDA	1,5x	1,5x	1,2x	1,8x	1,2x	0,6x	0,1x

*Bolaget, EPB*

## Aktiedata

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
EPS, rapporterad	1,04	1,52	1,80	2,10	2,12	2,49	2,76
EPS, justerad	1,15	1,48	1,82	2,00	2,08	2,44	2,71
FCF per aktie	1,40	2,00	2,70	2,30	3,53	3,74	3,87
Utdelning per aktie	0,30	0,46	0,54	0,65	0,75	0,85	0,88
Eget kapital per aktie	4,5	6,1	7,8	9,6	11,1	12,8	14,8
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (miljoner)	243,9	253,5	259,2	265,1	265,1	265,1	265,1

*Bolaget, EPB*

## Bolagsfakta

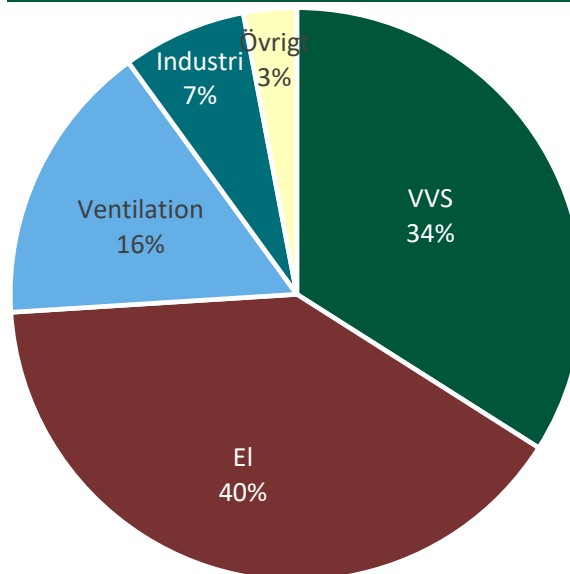
Största aktieägare	Aktier
Per Sjöstrand	10,3%
Swedbank Robur	9,0%
Capital Group	8,2%
AMF	6,7%
Odin Fonder	4,5%

---

Ordförande	Per Sjöstrand
Verkställande direktör	Robin Boheman
Finansdirektör	Christina Kassberg
Investerarkontakt	Fredrik Trahn
Hemsida	<a href="https://www.instalco.se">https://www.instalco.se</a>

*Bolaget, EPB*

## Slutmarknader



*Bolaget*

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 grundas 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](http://www.penser.se)