



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Förförvarvsbolag | Sverige | 08 Juli 2022

Instalco

Trenderna på väg att vända

Estimattrenden verkar ha planat ut...


Instalcos aktie har gått sämre än peers sedan universet toppade ur under H2'21. Vi tror detta beror på att oro för den organiska tillväxten samt att marginalen har varit under press har orsakat en nedgång i vinst-trenden. Vi ser dock marginalpressen som tillfällig och ser en vändning av marginalen och då estimattrenden verkar ha planat ut.

...och med fortsatt hög förvärvstakt tror vi att den är den på väg att vända upp

85% av Instalcos tillväxt har över tid varit förvärvad och takten har accelererat de senaste åren. Trots att bara halva året gått har bolaget redan adderat mer än någonsin förut för innevarande år och vi tror den höga förvärvstakten kommer fortsätta. I takt med att nygjorda förvärv konsolideras kommer EPS-trenden vända upp igen.

Tror vi kommer se en omvärdering mot peers över tid

Såväl affärsmodellen som drivkrafterna för vinsten är mycket snarlika mellan Instalco och de mogna serieförvärvarna men trots detta har aktien handlats till 25% rabatt historiskt. Över tid är vi övertygade om att skillnaden kommer att suddas ut. Med bakgrund av universets kraftiga multipelkontraktion sänker vi vårt motiverade värde till 71-73 kr (91-93 kr).

Estimatändring (kr)				Prognos (kr)					Värde och risk	
Nu		Förr			21e	22e	23e	24e	Motiverat värde	71.0 - 73.0
EPS, justerad 22e	2.1	2.1	0.0%	Omsättning, mkr	8,890	10,979	11,507	11,852	Aktiekurs	SEK44.5
EPS, justerad 23e	2.4	2.4	0.0%	Tillväxt	25%	23%	5%	3%	Riskenivå	Medium
EPS, justerad 24e	2.7	2.7	0.0%	EBITDA, mkr	920	1,054	1,169	1,204	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 	
<div>Kommande händelser</div> <div>Delårsrapport Q2 20222022-08-25</div> <div>Delårsrapport Q3 20222022-11-09</div>				EBIT, mkr	722	771	876	945		
				EPS, justerad	2.0	2.1	2.4	2.7		
				EPS tillväxt	10%	5%	15%	11%		
<div>Bolagsfakta (mkr)</div> <div>Antal aktier260m</div> <div>Börsvärde11,572</div> <div>Nettoskuld1,710</div> <div>EV13,282</div> <div>Free float100%</div> <div>Daglig handelsvolym, snitt452(k)</div> <div>Reuters/BloombergINSTAL.ST/INSTAL:SS</div>				EK/aktie	9.6	11.1	12.8	14.8		
				Utdelning/aktie	0.7	0.8	0.9	0.9		
				EBIT-marginal	8.1%	7.0%	7.6%	8.0%		
				ROE (%)	24.3%	21.1%	21.1%	20.2%		
				ROCE	17.3%	15.5%	17.3%	19.0%	<div>Analytiker</div> <div>markus.almerud@penser.se</div>	
				EV/Sales	1.5x	1.2x	1.2x	1.1x		
				EV/EBITDA	14.4x	12.6x	11.4x	11.0x		
				EV/EBIT	18.4x	17.2x	15.2x	14.1x		
				P/E, justerad	22.2x	21.2x	18.4x	16.6x		
				P/EK	4.6x	4.0x	3.5x	3.0x		
				Direktavkastning	0.7%	1.2%	1.4%	1.4%		
				FCF yield	2.7%	5.6%	5.8%	6.0%		
				Nettosk./EBITDA	1.8g	1.8g	1.1g	0.6g		



Sammanfattning

Trenderna på väg att vända

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 4%.

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

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 SO Per Sjöstrand som bildade en grupp av bolag inom olika installationsområden som el, VVS 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 79% 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 2015-2021 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 20x och EV/EBIT 16x 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 mogna förvärvsbolag såsom Indutrade, Addtech, Lagercrantz och Lifco på genomsnittligt P/E på 23x och EV/EBIT på 21x på 2023 års vinst men de har också längre historik.

Motiverat värde

71-73 kr

Vad är en serieförvärvare och vad driver dem?

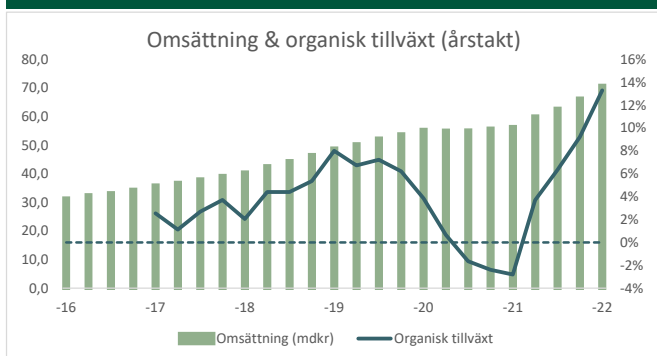
Det finns en grupp bolag på Stockholmbörsen (och utanför) som har som affärsidé att förvärva och utveckla mindre bolag, ofta inom specifika nischer där markandspositionerna är starka. Vi hittar här bolag såsom Indutrade, Addtech, Lagercrantz, Lifco och Instalco.

Affärsmodellerna är oftast decentraliserade och förvärven är ofta relativt små. De integreras sällan och ofta är ledningarna kvar i bolaget även efter ägarbytet. På sätt och vis kan förvärvsbolagen liknas vid investmentbolag som styr sina dotterbolag genom styrelsearbete men där självständigheten är långtgående.

Affärsmodellen har varit framgångsrik. I genomsnitt har bolagen vuxit omsättningen med 12% per år och EBITA med 18%. Den organiska tillväxten har varit god - bolagen har vuxit med i genomsnitt 5% per år de senaste 5-7 åren och det senaste året har varit exceptionellt starkt, delvis på grund av den svaga tillväxten under pandemin.

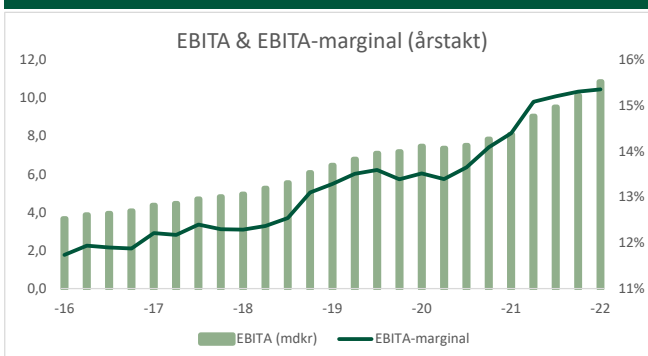
Dock har den i särklass viktigaste tillväxtdrivaren varit förvärv - i genomsnitt har M&A stått för nästan 70% av tillväxten. Variationen är stor men generellt sett går andelen ner över tid, även om den fortsätter stå för en betydande del, vilket är naturligt. Detta kan exemplifieras av till exempel Instalco och Indutrade. M&A har stått för 85% av Instalcos tillväxt de senaste fem åren och även om förvärv har stått för 55% av Indutrades tillväxt under de senaste fem åren så stod M&A för 82% av Indutrades tillväxt under deras första år som listat bolag (2006-2011).

Organiska tillväxten...



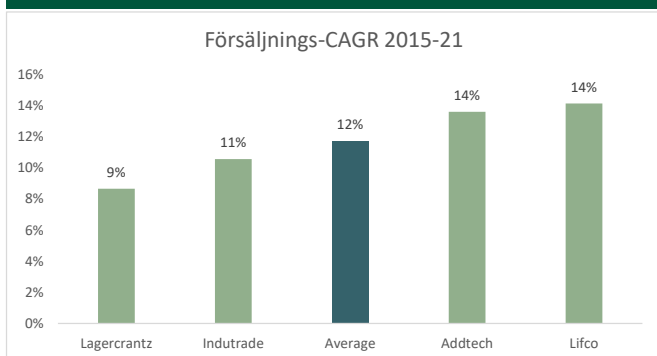
Indutrade, Addtech, Lagercrantz, Lifco, Instalco, EPB

...och marginalerna accelererar fortfarande



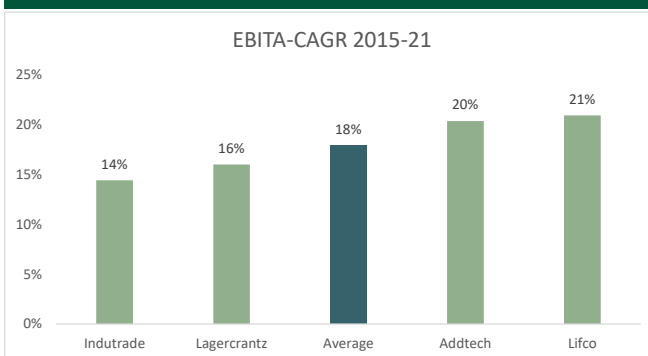
Indutrade, Addtech, Lagercrantz, Lifco, Instalco, EPB

12% omsättnings-CAGR...



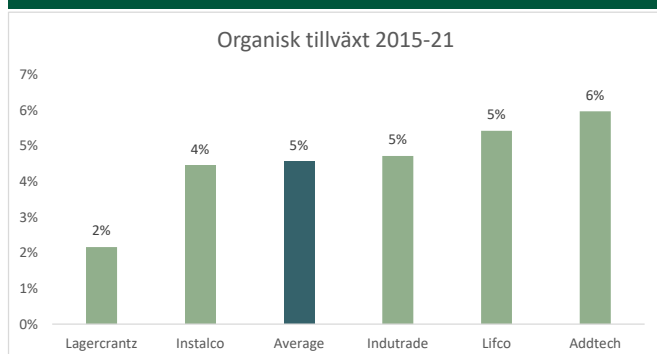
Addtech, Indutrade, Lagercrantz, Lifco, EPB

...och 18% EBITA-CAGR för mogna serieförvärvare



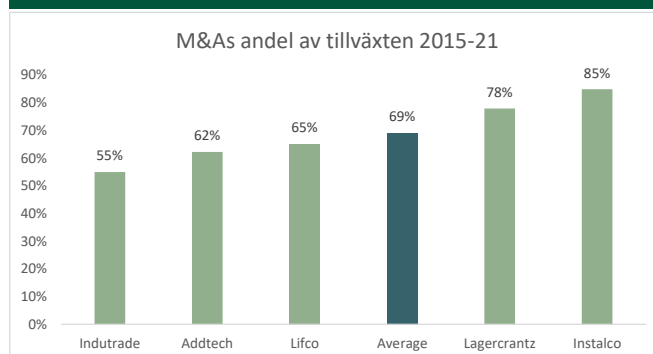
Addtech, Indutrade, Lagercrantz, Lifco, EPB

5% organisk tillväxt per år i snitt 2015-2021



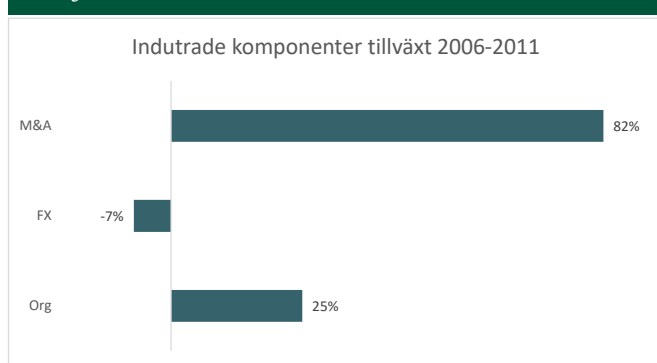
Addtech, Indutrade, Lagercrantz, Lifco, Instalco, EPB

Förvärv har i snitt stått för 69% av tillväxten



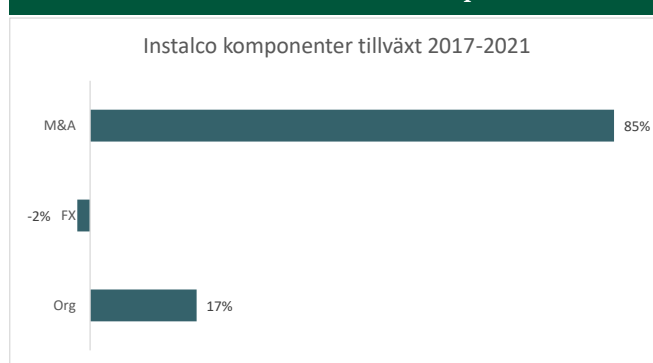
Addtech, Indutrade, Lagercrantz, Lifco, Instalco, EPB

I början stod M&A för 82% av Indutrades tillväxt...



Bolaget, EPB

...vilket liknar Instalcos tillväxtkomponenter



Bolaget, EPB

Instalco har mer byggrelaterad försäljning men en högre andel förvärv

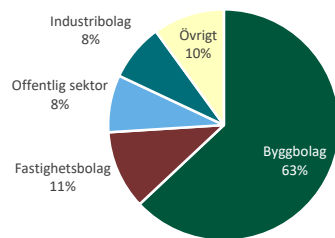
Förutom att historiken är kortare är den största skillnaden mellan de mogna serieförvärvarna och Instalco att Instalco har en högre andel bygg i sin försäljningsmix. Byggindustrin stod för 63% av försäljningen 2021 men vi noterar också att nybyggnation av bostäder, vilket är den vertikala som vi upplever har högst risk, bara stod för 14% av försäljningen.

Aktien har gått sämre än de mogna serieförvärvarna sedan slutet av förra året och vi ser två orsaker till detta: oro för den organiska tillväxten (med bakgrund av byggexponeringen) samt att marginalen har trendat ner medan den har fortsatt upp för jämförelsegruppen. Marginalen har trendat nedåt på grund av högre råmaterialpriser i kombination med ovanligt höga sjuktal. Bolaget har introducerat prishöjningar som kommer påverka gradvis och vi räknar med att sjuktalet har normaliserats - båda dessa faktorer är tillfälliga och borde rätta till sig under kommande kvartal.

Sedan start har förvärv stått för 85% av Instalcos tillväxt. Vi noterar att bolaget ligger på en historiskt hög takt och ser ingen anledning varför denna skulle avstanna. Det är alltid svårt att bedöma när i tiden förvärv faller in men faktum kvarstår att takten har accelererat de senaste fyra åren. I takt med att förvärven utförs och konsolideras kommer vinsttenden att lyftas. Vi anser att den höga förvärvstrenden är ytterst central och att detta helt borde överskugga oron för den organiska tillväxten.

Bygg står för en majoritet av försäljningen

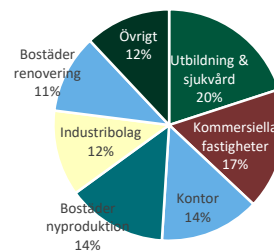
Försäljning per kundgrupp (2021)



Bolaget, EPB

Nyproduktion av bostäder står för en liten del

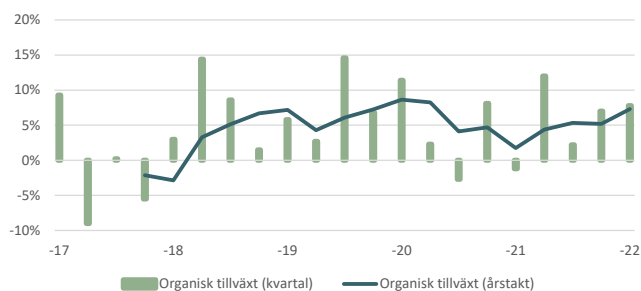
Försäljning per slutprodukt (2021)



Bolaget, EPB

Den organiska tillväxten accelererar fortfarande

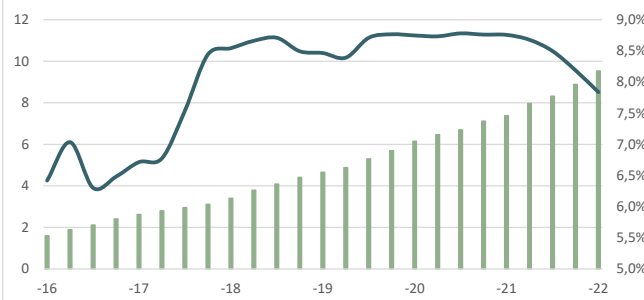
Organisk tillväxt - per kvartal och i årstakt



Bolaget, EPB

...men marginalen har trendat ner

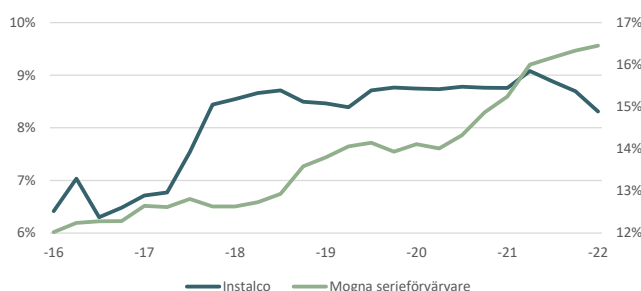
Sales och EBITA-marginal i årstakt



Bolaget, EPB

Instalcos marginal har varit under relativ press...

Marginal i årstakt: Instalco vs. mogna serieförvärvare



Addtech, Indutrade, Lagercrantz, Lifco, Instalco, EPB

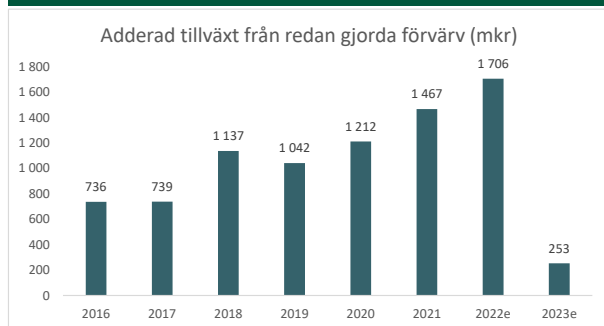
...vilket har fått aktien att gå sämre än peers

Instalcos aktiekurs vs. mogna serieförvärvare



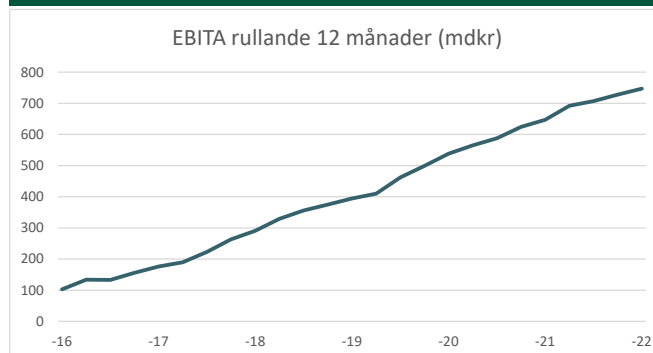
Factset

Tillskott från förvärv har fortsatt öka...



Bolaget, EPB

...vilket kommer fortsätta att driva EBITA

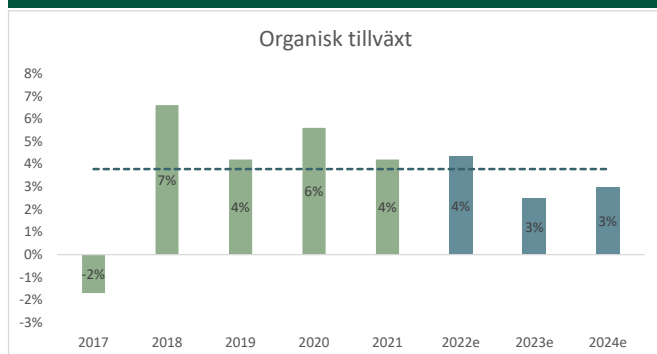


Bolaget, EPB

Kassaflödena fortsatt goda

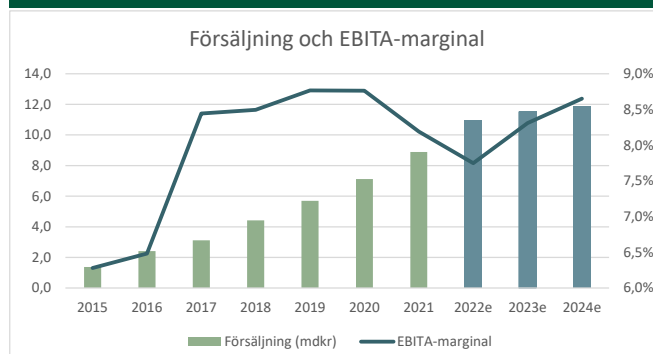
Vi estimerar decelererande organisk tillväxt kommande kvartal samt 2023e men räknar med att marginalerna återhämtar sig. Kassaflödena har legat på 7-9% av försäljningen de senaste åren och vi tror de kommer ligga kvar på denna nivå kommande år. Kassaflödena återinvesteras i nya förvärv men då vi inte estimerar icke gjorda förvärv går skuldsättningen ner 2023-2024e.

Lite svagare organisk tillväxt kommande år...



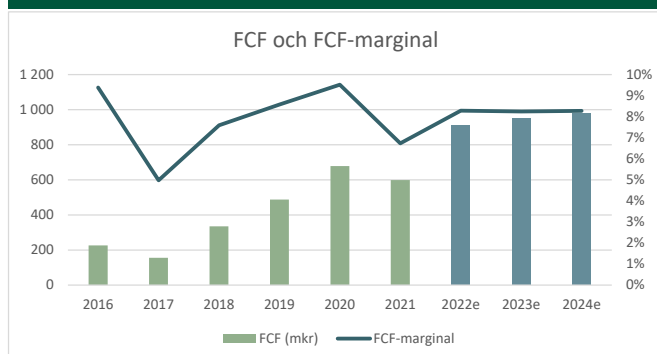
Bolaget, EPB

...men vi räknar med att marginalen återhämtar sig



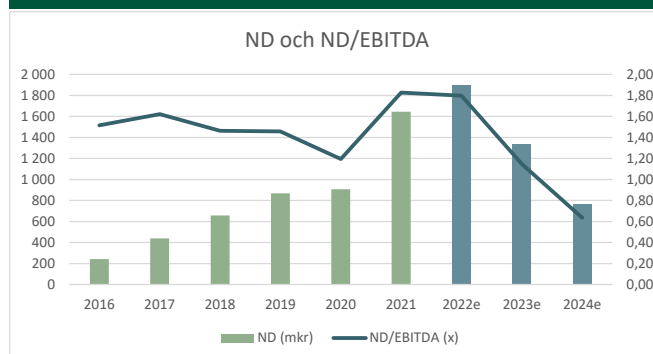
Bolaget, EPB

Kassaflödena kommer vara fortsatt goda...



Bolaget, EPB

...vilket fortsätter driva ner skulden (före &M&A)



Bolaget, EPB

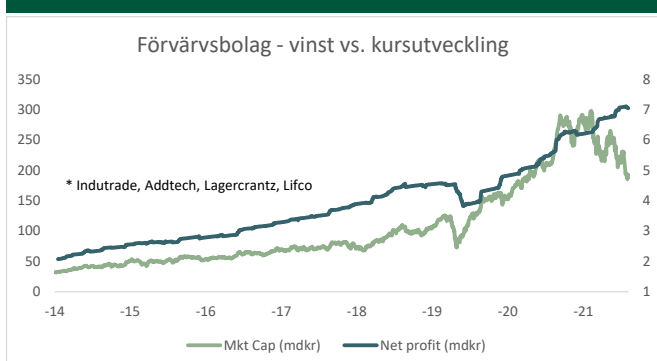
Värderingen tillbaka på sitt historiska genomsnitt

Hela förvärvsbolagsuniverset har sett signifikanta nedgångar i den senaste börsturbulensen. Instalcos NTM-P/E har till exempel kontraherat 60% sedan toppen i september och vi har sett en kraftig divergens mellan EPS och aktiekurs på sistone. För Instalco har vi även sett en viss stabilisering av EPS-trenden på sistone.

Vi gillar serieförvärvarna och tror att förvärv kommer att fortsätta driva EPS över tid. Efter den kraftiga korrigeringen ligger vi strax under genomsnittet även om vi ligger över nivån 2017-2019.

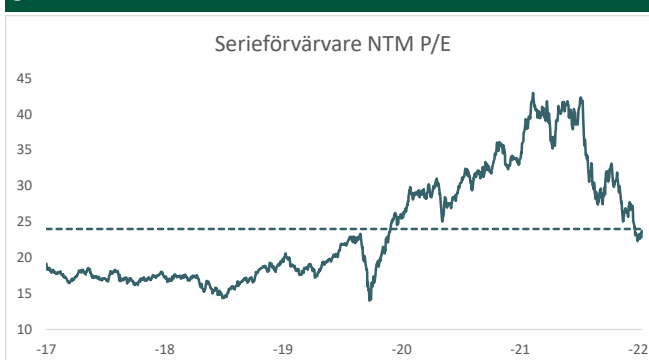
Detta gäller även för Instalco. Vi noterar även att Instalco historiskt har handlats med 25% rabatt mot universet i genomsnittet. Givet likheten mellan affärsmodellerna och vinstprofilen tror vi att denna skillnad över tid kommer att suddas ut.

Vinstmomentum för serieförvärvarna har fortsatt...



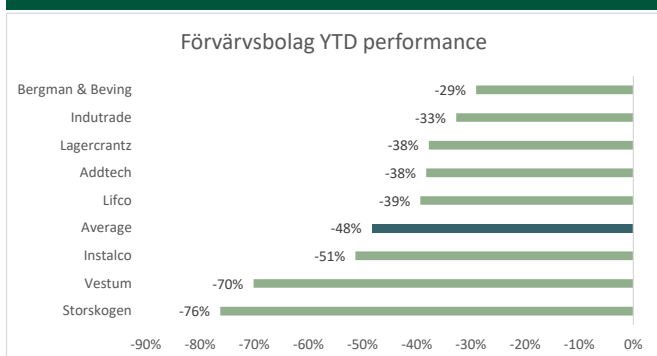
Factset, EPB

...men värderingen är nu under historiska genomsnittet



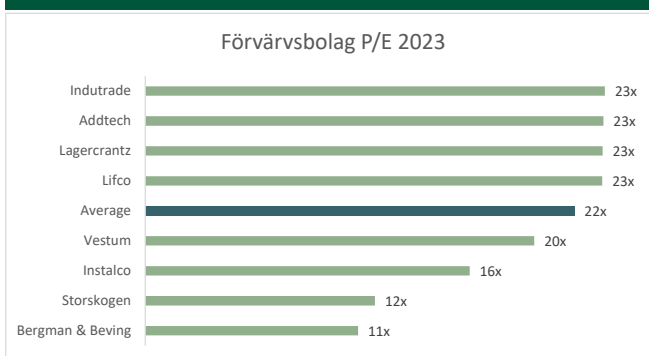
Factset, EPB

Hela universet har fallit kraftigt i år



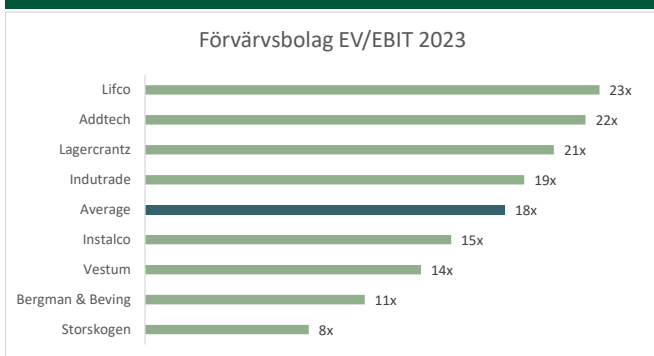
Factset, EPB

Universet handlas på P/E 22x...



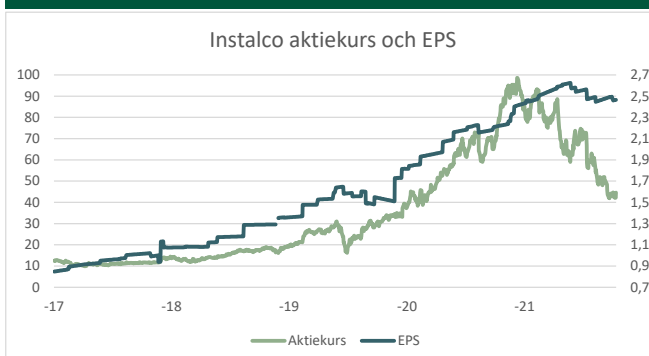
Factset, EPB

...och EV/EBIT 18x i genomsnitt på 2023e



Factset, EPB

Instalcos estimattrend verkar ha planat ut...



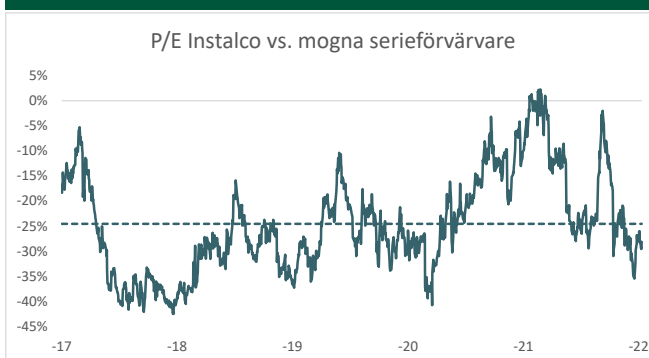
Factset, EPB

...men P/E har kontraherat ca 60% sedan toppen



Factset, EPB

Instalco har historiskt varit på 25% rabatt mot peers



Factset, EPB

Multipelvärdering på 68-76 kr

Förvärv står för 85% av tillväxten i Instalco sedan start och är därmed en kritisk värddrivare 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 1.2 mdkr per år de kommande 3-4 åren.

Vår DCF ligger på 62 kr per aktie med en WACC på 8%.

Beräkning av motiverat värde

<u>Motiverat värde med ojusterade estimat</u>	
2 års framåtblickande peer P/E	22
2023e nettovinst (mkr)	656
2023e EPS (kr)	2,4
Motiverat värde idag (mdr kr)	14
Motiverat värde idag (kr)	53
2 års framåtblickande peer EV/EBIT	18
2023e EBITA (mkr)	956
Motiverat EV idag (mdr kr)	17
<u>Effekter av förvärv</u>	
2025 omsättning exkl M&A (mdr kr)	12,2
Inkrementellt från M&A (mdr kr)	5,3
Total 2025 (mdr kr)	17,5
Omsättning 2021 (mdr kr)	8,9
CAGR	18%
EBITA-marginal	8,6%
2025 EBITA (inkl. M&A)	1 507
2021 EBITA	728
CAGR	20%
Finansnetto	-239
Skatt	-279
2025 nettovinst inkl M&A	989
<u>Värdering inklusive förvärv</u>	
Motiverat P/E	20
Värde dec 2023 (mdr kr)	20
Värde per aktie dec 2023 (kr)	76
Värde per aktie idag	68
Motiverat EV/EBIT	16
EV dec 2023 (mdr kr)	24
EV nuvärde (mdr kr)	22
Senaste net debt (mdr kr)	1,7
Nuvärde (mdr kr)	20
Nuvärde per aktie (kr)	76
Genomsnitt	72

EPB

DCF - antaganden och slutsatser

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	8 057	Riskfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	9 658	Riskpremium	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	9,0%
Företagsvärde (EV)	17 715	Extra riskpremium	0,0%	Avskrivningar, % av omsättning	2,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	1 710	Beta	1,2	Capex, % av omsättning	2,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	Avkastningskrav, eget kapital	9,1%	Rörelsekapital, % av omsättning	-3,1%
Eget kapital	16 005	Räntekostnad (före skatt)	4,0%	Skattesats	22%
Antal utstående aktier, full utspädning	260	Skattesats	22%		
Eget kapital per aktie	62	Belåningsgrad	15%		
		WACC	8,2%		

EPB

DCF - känslighetsanalys

		Långsiktig tillväxt				
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC	7,2%	64	70	77	86	98
	7,7%	58	63	68	75	84
	8,2%	53	57	62	67	74
	8,7%	49	52	56	60	66
	9,2%	45	48	51	55	59

		Långsiktig EBIT-marginal				
		6,0%	7,5%	9,0%	10,5%	12,0%
WACC	7,2%	56	67	77	87	98
	7,7%	51	60	68	77	86
	8,2%	46	54	62	69	77
	8,7%	42	49	56	63	70
	9,2%	39	45	51	57	64

EPB

Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Nettoomsättning	4 414	5 692	7 122	8 890	10 979	11 507	11 852
Övriga intäkter	40	70	62	115	115	115	115
Material och köpta tjänster	-2 295	-2 937	-3 720	-4 552	-5 622	-5 892	-6 069
Personalkostnader	-1 438	-1 836	-2 274	-2 975	-3 674	-3 851	-3 966
Övriga rörelsekostnader	-313	-402	-451	-558	-745	-711	-728
EBITDA (rapporterat)	408	587	739	920	1 054	1 169	1 204
Avskrivningar	-74	-96	-136	-198	-283	-292	-258
EBIT (rapporterat)	334	491	603	722	771	876	945
Jämförelsestörande poster	-41	-7	-20	20	0	0	0
EBIT (justerat)	375	498	623	702	771	876	945
Förvärvsrelaterade avskrivningar	0	-1	-1	-26	-80	-80	-80
EBITA (justerat)	375	499	624	728	851	956	1 025
Finansiella intäkter	2	5	23	23	23	23	23
Finansiella kostnader	-21	-24	-32	-46	-83	-79	-59
Resultat före skatt	315	472	594	699	710	820	909
Skatter	-67	-101	-133	-142	-142	-164	-182
Minoritetsintressen	0	-2	-6	-12	-12	-14	-16
Nettoresultat (rapporterat)	248	369	455	545	556	642	711
Nettoresultat (justerat)	280	376	472	531	556	642	711

Bolaget, EPB

Balansräkning

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
TILLGÅNGAR							
Goodwill	1 582	2 189	2 780	3 847	4 407	4 407	4 407
Övriga immateriella tillgångar	1	4	10	176	329	242	195
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
Summa anläggningstillgångar	1 763	2 461	3 174	4 593	5 306	5 219	5 172
Varulager	29	45	62	104	128	135	139
Kundfordringar	698	874	995	1 448	1 788	1 874	1 930
Övriga omsättningstillgångar	308	479	611	749	895	931	956
Likvida medel	218	317	386	695	335	327	322
Summa omsättningstillgångar	1 253	1 715	2 054	2 996	3 147	3 268	3 347
SUMMA TILLGÅNGAR	3 016	4 176	5 228	7 589	8 453	8 487	8 519
EGET KAPITAL OCH SKULDER							
Eget kapital	1 068	1 483	1 961	2 482	2 855	3 290	3 789
Minoritetsintressen	0	2	12	19	31	45	61
Summa eget kapital	1 068	1 485	1 973	2 501	2 887	3 336	3 850
Långfristiga finansiella skulder	810	1 100	1 190	2 198	2 088	1 525	945
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
Summa långfristiga skulder	874	1 186	1 308	2 390	2 280	1 717	1 137
Kortfristiga finansiella skulder	65	84	103	141	141	141	141
Leverantörsskulder	317	420	588	788	973	1 020	1 051
Skatteskulder	34	34	40	33	33	33	33
Övriga kortfristiga skulder	658	967	1216	1736	2139	2240	2307
Summa kortfristiga skulder	1 074	1 505	1 947	2 698	3 286	3 434	3 531
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	3 016	4 176	5 228	7 589	8 453	8 487	8 519

Bolaget, EPB

Kassaflödesanalys

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Nettoresultat (rapporterat)	248	369	455	545	556	642	711
Icke kassaflödespåverkande poster	85	106	160	195	308	321	290
Förändringar i rörelsekapital	5	21	74	-130	77	20	13
Kassaflöde från den operationella verksamheten	338	496	689	610	941	982	1 014
Investeringar i anläggningstillgångar	-7	-12	-15	-26	-31	-33	-34
Avyttringar	4	4	4	15	0	0	0
Fritt kassaflöde	335	488	678	599	910	949	980
Utdelningar	-52	-73	-115	-141	-195	-221	-228
Nyemission / återköp	67	100	226	41	0	0	0
Förvärv	-369	-560	-582	-953	-800	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	21	138	-115	751	-274	-736	-757
Kassaflöde	2	93	92	297	-360	-8	-5
Omräkningsdifferenser i likvida medel	5	6	-23	12	0	0	0
Nettoskuld (inkl. IFRS 16)	657	867	907	1 644	1 894	1 339	764

Bolaget, EPB

Tillväxt och marginaler

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Organisk tillväxt	7%	4%	6%	4%	4%	3%	3%
Omsättningstillväxt	42%	29%	25%	25%	23%	5%	3%
EBIT-tillväxt, justerad	42%	33%	25%	16%	17%	12%	7%
EPS-tillväxt, justerad	48%	29%	23%	10%	5%	15%	11%
EBITDA-marginal (justerad)	10,2%	10,5%	10,7%	10,1%	9,6%	10,2%	10,2%
EBITA-marginal (justerad)	8,5%	8,8%	8,8%	8,2%	7,7%	8,3%	8,7%
Skattesats	21%	21%	22%	20%	20%	20%	20%

Bolaget, EPB

Kapitaleffektivitet

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
ROE, justerad	30%	30%	28%	24%	21%	21%	20%
ROCE, justerad	22%	22%	22%	18%	16%	18%	19%
ROIC	25%	24%	24%	20%	17%	19%	20%
Investeringar / omsättning	0%	2%	3%	3%	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	1,3x	1,4x	1,4x

Bolaget, EPB

Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Nettoskuld (inkl IFRS 16)	657	867	907	1 644	1 894	1 339	764
Soliditet	35%	36%	38%	33%	34%	39%	45%
Nettoskuldsättningsgrad	62%	58%	46%	66%	66%	40%	20%
Nettoskuld / EBITDA	1,5x	1,5x	1,2x	1,8x	1,8x	1,1x	0,6x

Bolaget, EPB

Aktiedata

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
EPS, rapporterad	1,04	1,52	1,80	2,10	2,14	2,47	2,74
EPS, justerad	1,15	1,48	1,82	2,00	2,10	2,42	2,68
FCF per aktie	1,40	2,00	2,68	2,30	3,50	3,65	3,77
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)	244	254	259	265	265	265	265

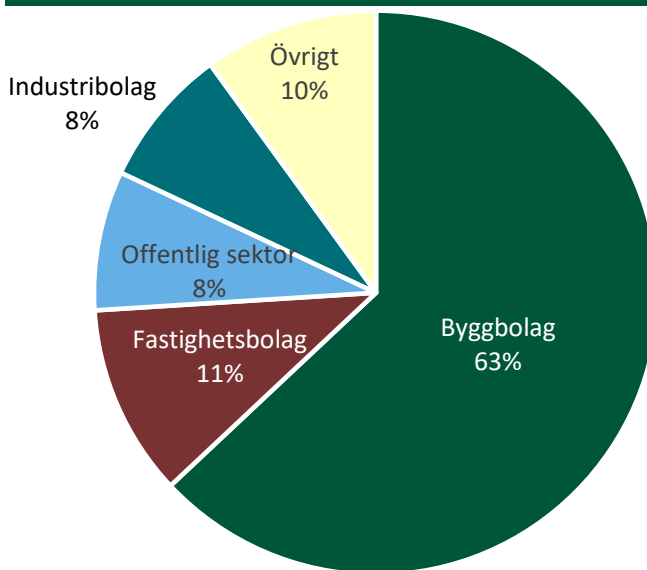
Bolaget, EPB

Bolagsfakta

Största aktieägare	Aktier
Per Sjöstrand	10,3%
Swedbank Robur	9,2%
Capital Group	8,2%
AMF	6,7%
Odin Fonder	4,5%
Ordförande	Per Sjöstrand
Verkställande direktör	Robin Boheman
Finansdirektör	Christina Kassberg
Investearkontakt	Fredrik Trahn
Hemsida	https://www.instalco.se

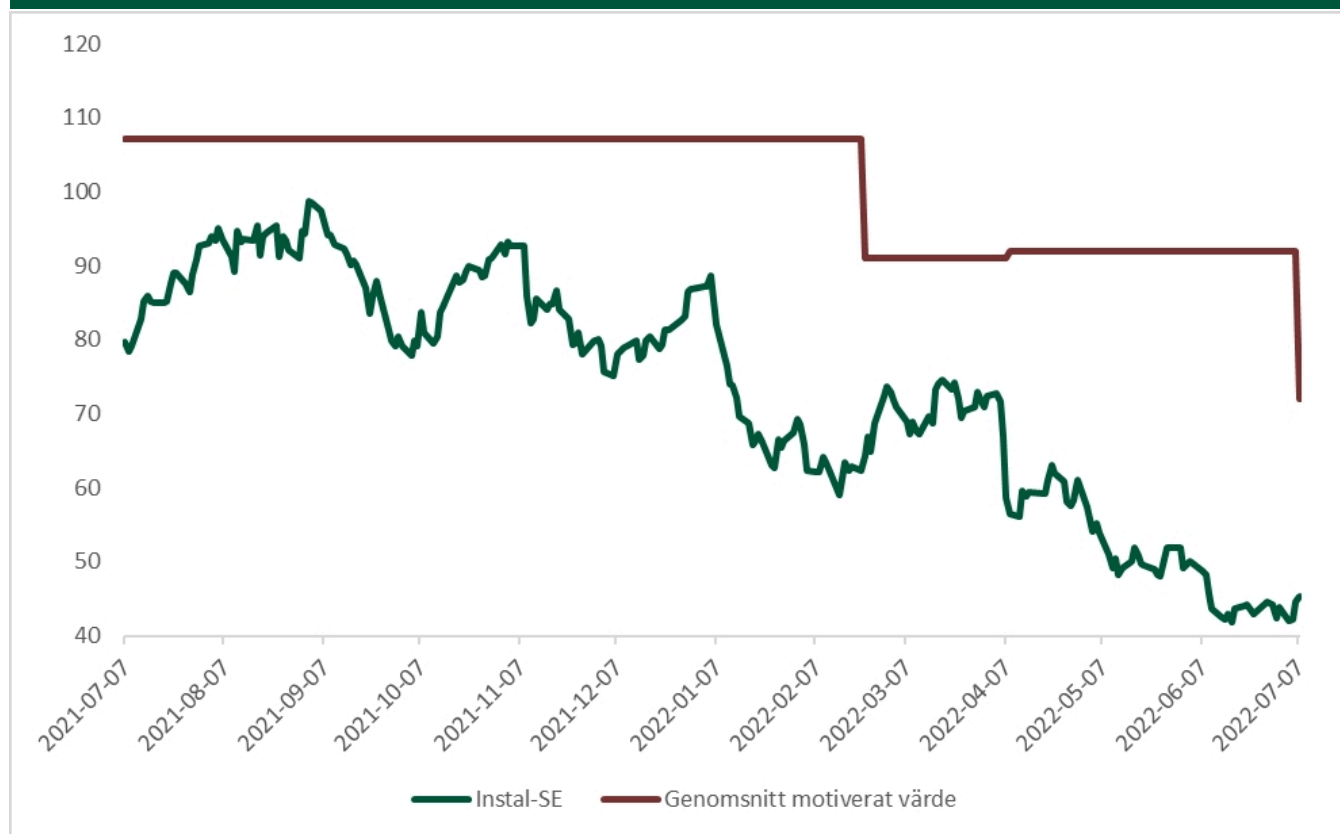
Bolaget, EPB

Slutmarknader



Bolaget, EPB

Aktiekurs vs. motiverat värde



EPB

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 målfaldigas 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 fondhandlarföreningens 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 Instru-ment 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