



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Handelsbolag & Distribution | Sverige | 10 november 2022

Instalco

Svag marginal i kvartalet men av tillfällig karaktär

Bra organisk tillväxt

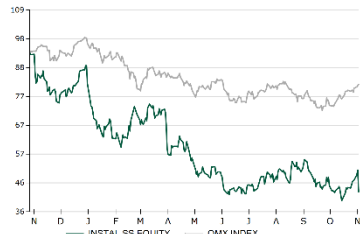
Organisk tillväxt var 8% i Q3 (2% i Q3'21 och 6% i Q2'22). Utbudet av installationsprojekt har för tillfället minskat något och för nyinstallation av bostäder märks en avmattning. Bygginvesteringar inom industrin ligger dock fortsatt på en hög nivå och bolaget fortsätter bredda sig inom industri – de har tagit ordrar från till exempel LKAB och Avent i Kalmar under kvartalet. Givet marknadsförutsättningarna tycker vi att den organiska tillväxten var mycket god och vi tror att de tar marknadsandelar.

Marginalen är svag men de kommer normaliseras

Påverkan av höga materialpriser är fortsatt hög, framför allt i de fastprisprojekt som togs innan insatsvarupriserna började stiga. Som en följd pressades marginalen under kvartalet – den kontraherade 140 punkter y/y. Även om marginalen var lägre än väntat är det värt att notera att materialpriserna nu har stabiliserats och i takt med att projekten färdigställs och fasas ut kommer marginalerna normaliseras. Vi ser därmed effekten som tillfällig. Med en lägre bas under 2022 sänker vi dock estimaten med 8-9% och vårt motiverade värde med 5% till 70-72 kr (74-76 kr).

Handlas på historiskt hög rabatt trots likartade drivkrafter

Bolaget fortsätter att förvärva och har under kvartalet suddat ut de tidigare vita fläckarna Örnköldsvik och västra Värmland. De gjorde sex förvärv under kvartalet och har hittills i år adderat 1 mdkr genom 13 förvärv och tillskottet från förvärv har aldrig varit högre. 85% av tillväxten har historiskt kommit från förvärv och drivkrafterna är snarlika de mogna förvärvsbolagen såsom Addtech och Indutrade när de var i samma fas som Instalco. Trots detta har de historiskt handlats till 25% rabatt. Rabatten har ökat den senaste månaden och ligger nu på historiskt höga nivåer.

Estimatändring (kr)					Prognos (mkr)					Värde och risk													
	22e	Δ%	23e	Δ%		2021	2022e	2023e	2024e	Motiverat värde	70 - 72 kr												
Totala intäkter	11 566	2,7	12 229	2,9	Totala intäkter	8 890	11 566	12 229	12 596	Aktiekurs	42,9 kr												
EBIT, just.	730	-5,6	862	-3,8	Intäktstillväxt	25%	30%	6%	3%	Riskenivå	Medel												
EPS, just.	2,0	-8,6	2,3	-7,9	EBITDA, just.	900	1 023	1 167	1 207	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 													
<div>Kommande händelser</div>					EBIT, just.	702	730	862	936														
					EPS, just.	2,0	2,0	2,3	2,6														
					EPS-tillväxt	18%	N.m.	19%	12%														
					EK/aktie	9,4	10,7	12,3	14,0														
<div>Bolagsfakta (mkr)</div>					Utdelning per aktie	0,7	0,8	0,9	0,9	<div>Intressekonflikter</div> <table><tr><th></th><th>Yes</th><th>No</th></tr><tr><td>Likviditetsgarant</td><td></td><td>✓</td></tr><tr><td>Certified adviser</td><td></td><td>✓</td></tr><tr><td>Transaktioner 12m</td><td></td><td>✓</td></tr></table>			Yes	No	Likviditetsgarant		✓	Certified adviser		✓	Transaktioner 12m		✓
						Yes	No																
					Likviditetsgarant		✓																
					Certified adviser		✓																
Transaktioner 12m		✓																					
Antal aktier			261m		EBIT-marginal	8,1%	6,3%	7,1%	7,4%														
Börsvärde			11 168		ROE, just.	24,0%	19,5%	20,4%	19,9%														
Nettoskuld			2 247		ROCE, just.	17,9%	14,5%	16,4%	18,1%														
EV			13 415		EV/Sales	2,7x	1,2x	1,1x	1,0x														
Free float			83%		EV/EBITDA	26,9x	13,1x	11,1x	10,2x														
Daglig handelsvolym, snitt			551k		EV/EBIT	34,5x	18,4x	15,0x	13,2x														
Bloomberg Ticker			INSTAL SS EQUITY		P/E, just.	42,9x	21,8x	18,3x	16,3x														
<div>Analytiker</div>					P/EK	9,2x	4,0x	3,5x	3,1x														
					Direktavkastning	0,7%	1,7%	2,0%	2,1%														
Markus Almerud					Nettoskuld/EBITDA	1,8x	2,2x	1,5x	1,0x														
markus.almerud@penser.se																							

Kvartalet i korthet

Instalco rapporterade organisk tillväxt på ca 8%, vilket är lite förvånande med tanke på att tillgången till projekt sjunker. I Sverige är marknaden bra både för nybyggnation och renovering av såväl privat som offentlig sektor. Nyproduktion av bostäder ser en avmattning. Norska byggmarknaden är stabil, medan den finska ännu inte har hämtat sig från pandemin. Bygginvesteringarna inom Industrin ligger på en fortsatt hög nivå.

Marginalen pressades åter igen av höga råmaterialpriser i fastprisprojekt som togs när insatsvarupriserna låg på en annan nivå. EBITA-marginalen kontraherade 140 punkter y/y och marginalen i årstakt ligger nu under målet på 8% (Diagram 2). Värt att notera är att materialpriserna nu har stabiliserats och i takt med att projekten färdigställs kommer marginalerna normaliseras.

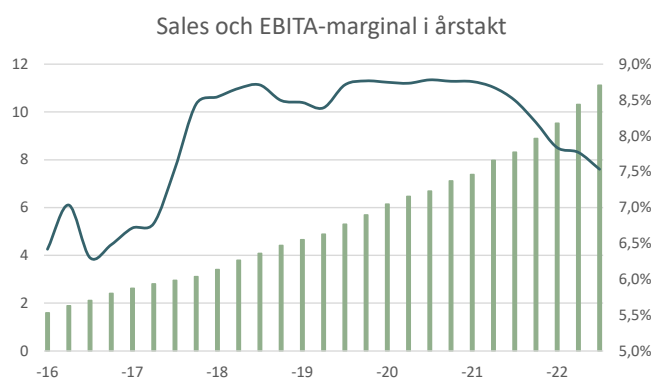
Förvärv fortsätter vara en central drivkraft. Instalco slutförde sex förvärv under kvartalet och har hittills i år adderat 1 mdkr genom 13 förvärv och tillskottet från förvärv har aldrig varit högre (Diagram 4). Förvärv står för 85% av tillväxten och som ett resultat har vinsttrenden varit väldigt stabil över tid (Diagram 3).

Diagram 1: Medelhög ensiffrig organisk tillväxt



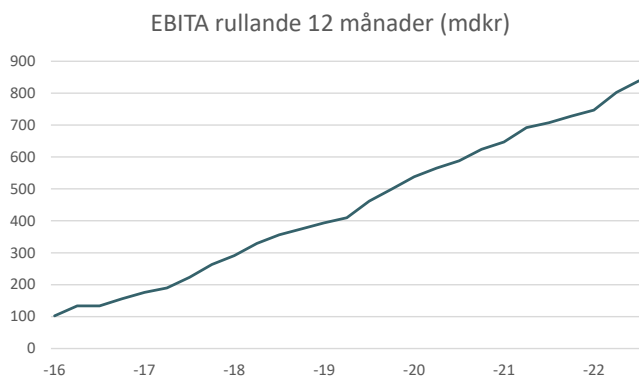
Källa: Bolaget, EPB

Diagram 2: Marginaltrenden är fortsatt ned



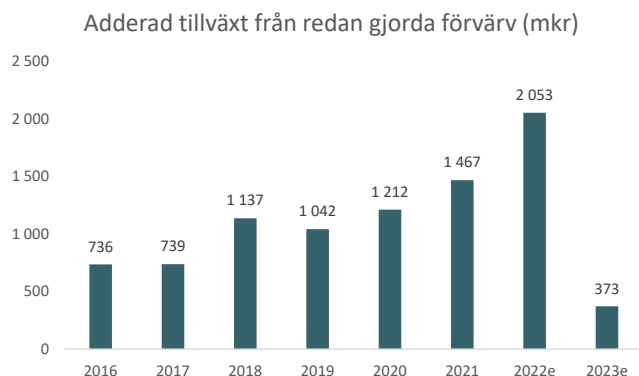
Källa: Bolaget, EPB

Diagram 3: Stabil EBITA-tillväxt



Källa: Bolaget, EPB

Diagram 4: Tillskott från förvärv har aldrig varit högre



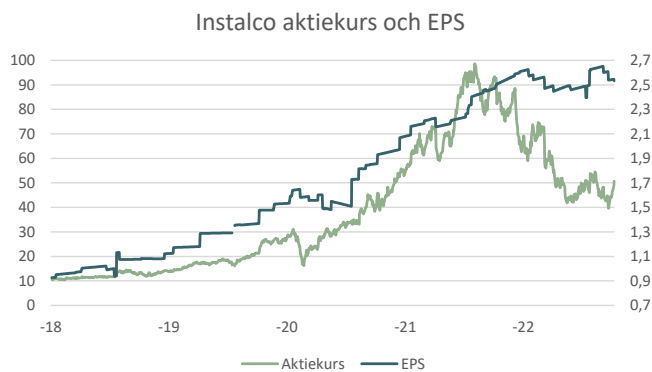
Källa: Bolaget, EPB

Värdering

Hela förvärvsbolagsuniverset har sett signifikanta nedgångar i år (Diagram 6). Instalcos NTM-P/E har till exempel kontraherat 50% sedan toppen i september förra året (Diagram 9) och vi har sett en kraftig divergens mellan EPS och aktiekurs under året (Diagram 5). Den negativa EPS-trenden verkar ha vänt (Diagram 5), vilket är helt naturligt eftersom förvärv är den främsta drivkraften av vinsten och då förvärvstakten har fortsatt ligga på historiskt hög nivå. Det är dock värt att notera att nedan är ojusterad för estimateffekten av dagens rapport.

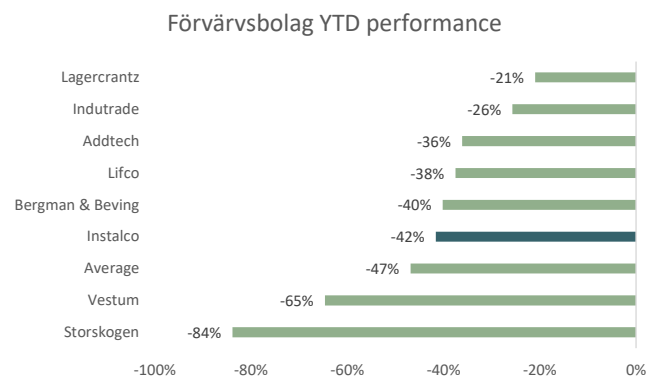
Vi gillar förvärvsbolagen och tror att förvärv kommer att fortsätta driva EPS över tid. Däremot är vi osäkra var multipeln kommer att stabiliseras - vi ligger fortfarande signifikant över historiska nivåer (Diagram 11). Instalco har historiskt handlats på 25% rabatt till mogna serieförvärvare som Indutrade, Addtech och Lagercrantz men vi ligger nu signifikant under snittet (Diagram 10). Eftersom drivkrafterna för bolagen är så snarlika tror vi att värderingsgapen successivt kommer att stängas.

Diagram 5: Estimattrenden har divergerat



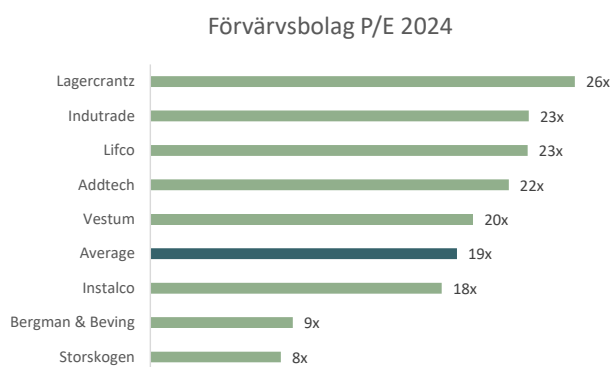
Källa: Factset, EPB

Diagram 6: Hela universet har fallit kraftigt i år



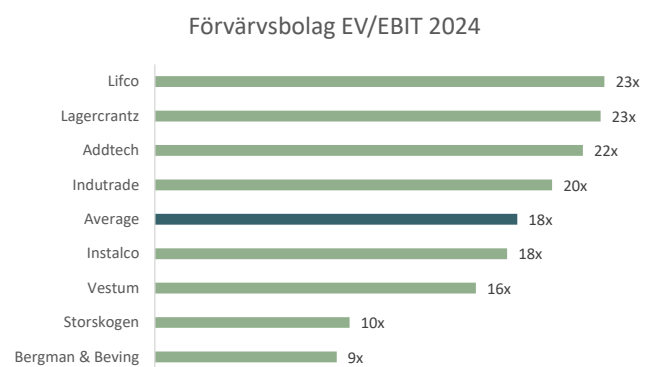
Källa: Factset, EPB

Diagram 7: Peer-gruppen handlas nu på P/E 19x...



Källa: Factset, EPB

Diagram 8: ...och EV/EBIT 18x



Källa: Factset, EPB

Diagram 9: Instalco har kontraherat mer än 50% sedan toppen...



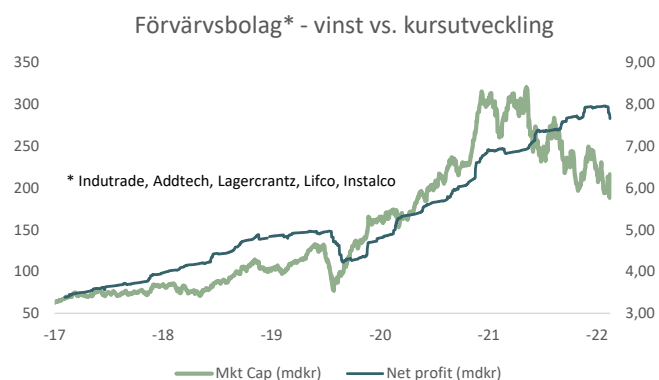
Källa: Factset, EPB

Diagram 10: ...och rabatten mot peers är historiskt hög



Källa: Factset, EPB

Diagram 11: Divergensen mellan aktiekurs och EPS gäller för hela universet...



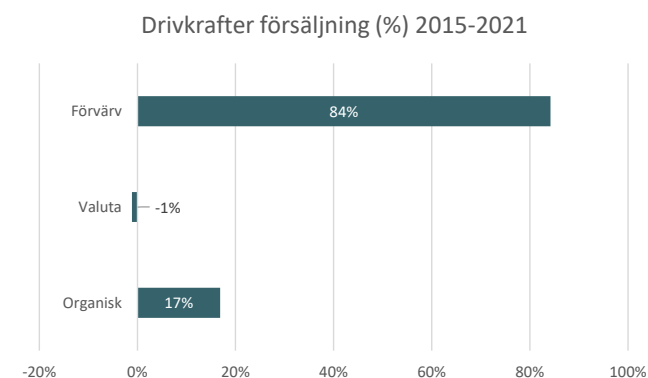
Källa: Factset, EPB

Diagram 12: ...men multiplarna är klart över historiska nivåer



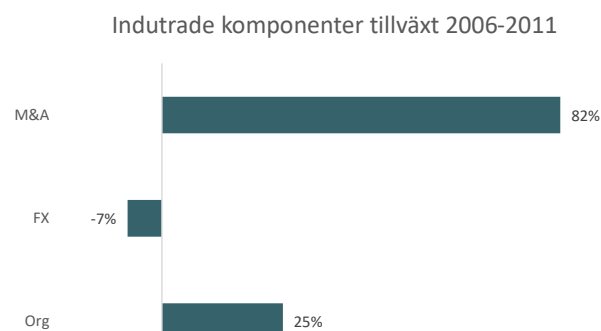
Källa: Factset, EPB

Diagram 13: M&A är den främsta tillväxtdrivaren...



Källa: Factset, EPB

Diagram 14: ...och drivkrafterna är snarlika Indutrades under dras tidiga år



Källa: Factset, EPB

Tabell 1: Beräkning av motiverat värde

Motiverat värde med ojusterade estimat

2 års framåtblickande peer P/E	19
2024e nettovinst (mkr)	695
2024e EPS (kr)	3
Motiverat värde idag (mdr kr)	13
Motiverat värde idag (kr)	49

2 års framåtblickande peer EV/EBIT	18
2024e EBITA (mkr)	1 012
Motiverat EV idag (mdr kr)	18

Effekter av förvärv

2025 omsättning exkl M&A (mdr kr)	13,0
Inkrementellt från M&A (mdr kr)	5,6
Total 2025 (mdr kr)	18,6
Omsättning 2021 (mdr kr)	8,9
CAGR	20%

EBITA-marginal	8,6%
2025 EBITA (inkl. M&A)	1 595
2021 EBITA	728
CAGR	22%

Finansnetto	-252
Skatt	-295
2025 nettovinst inkl M&A	1 047

Värdering inklusive förvärv

Motiverat P/E	18
Värde dec 2023 (mdr kr)	19
Värde per aktie dec 2023 (kr)	72
Värde per aktie idag	67

Motiverat EV/EBIT	15
EV dec 2023 (mdr kr)	24
EV nuvärde (mdr kr)	22
Senaste net debt (mdr kr)	2,7
Nuvärde (mdr kr)	19
Nuvärde per aktie (kr)	74

Genomsnitt	71
------------	----

Källa: EBP

Tabell 2: DCF - antaganden och slutsatser

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	8 539	Risikfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	11 661	Riskpremium	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	9,0%
Företagsvärde (EV)	20 200	Small cap-premie	0,0%	Avskrivningar, % av omsättning	2,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	2 668	Extra riskpremium	0,0%	Capex, % av omsättning	2,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	WACC	8,0%	Rörelsekapital, % av omsättning	-2,0%
Eget kapital	17 532			Skattesats	0%
Antal utstående aktier, full utspädning	260				
Eget kapital per aktie	67				

Källa: EPB

Tabell 3: DCF - känslighet

		Långsiktig tillväxt							Långsiktig EBIT-marginal				
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%			6,0%	7,5%	9,0%	10,5%	12,0%
WACC	7,0%	70	77	86	98	113	WACC	7,0%	61	74	86	99	111
	7,5%	63	69	76	84	95		7,5%	54	65	76	87	97
	8,0%	57	62	67	74	83		8,0%	49	58	67	77	86
	8,5%	52	56	61	66	73		8,5%	44	52	61	69	77
	9,0%	48	51	55	59	65		9,0%	40	47	55	62	70

Källa: EPB

Diagram 15: Aktiekurs och motiverat värde



Källa: Factset, EPB

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 multipelarbitrage, 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 18x och EV/EBIT 15x 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 24x och EV/EBIT på 22x på 2024 års vinst men de har också längre historik.

Motiverat värde

70-72 kr

Resultaträkning									
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Nettoomsättning	2 407	3 114	4 414	5 692	7 122	8 890	11 566	12 229	12 596
Totala intäkter	2 407	3 114	4 414	5 692	7 122	8 890	11 566	12 229	12 596
Bruttoresultat	2 407	3 114	4 414	5 692	7 122	8 890	11 566	12 229	12 596
Totala rörelsekostnader	-2 264	-2 864	-4 006	-5 105	-6 383	-7 970	-10 543	-11 062	-11 389
EBITDA	143	250	408	587	739	920	1 023	1 167	1 207
Jämförelsestörande poster	-16	-20	-41	-7	-20	20	0	0	0
EBITDA, justerad	159	270	449	594	759	900	1 023	1 167	1 207
Totala avskrivningar	-4	-6	-74	-96	-136	-198	-293	-305	-272
EBITA, justerad	155	264	375	499	624	728	880	1 012	1 086
EBIT	139	244	334	491	603	722	730	862	936
EBIT, justerad	155	264	375	498	623	702	730	862	936
Finansnetto	-8	-14	-19	-19	-9	-23	-79	-88	-67
Resultat före skatt	131	230	315	472	594	699	651	774	869
Resultat före skatt, justerad	147	250	356	479	614	679	651	774	869
Total skatt	-41	-58	-67	-101	-133	-142	-130	-155	-174
Nettoresultat	90	172	248	371	461	557	521	619	695
Nettoresultat, justerad	106	192	289	378	481	537	521	619	695

Källa: Instalco, EPB

Kassaflödesanalys									
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
EBIT	139	244	334	491	603	722	730	862	936
Övriga kassaflödesposter	(42)	(43)	(1)	(16)	12	18	21	76	46
Förändringar i rörelsekapital	133	-41	5	21	74	-130	-25	17	10
Kassaflöde från den operationella verksamheten	230	160	338	496	689	610	725	955	991
Investeringar	-5	-5	-7	-10	-14	-23	-30	-32	-33
Övriga poster	1	2	4	4	4	15	0	0	0
Fritt kassaflöde	226	155	335	488	678	599	692	921	955
Utdelningar	0	8	-52	-73	-115	-141	-195	-221	-236
Nyemission / återköp	188	76	67	100	226	41	0	0	0
Förvärv	-325	-426	-369	-560	-582	-953	-926	0	0
Förändringar av lån	11	245	17	132	-124	757	61	-709	-725
Övriga poster	0	2	4	6	9	-6	0	0	0
Kassaflöde	100	60	2	93	92	297	-368	-10	-6
Omräkningsdifferenser	3	-4	5	6	-23	12	0	0	0
Nettoskuld	241	438	657	867	907	1 644	2 247	1 731	1 200

Källa: Instalco, EPB

Balansräkning

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
TILLGÅNGAR									
Goodwill	826	1 260	1 582	2 189	2 780	3 847	4 495	4 495	4 495
Övriga immateriella tillgångar	0	2	1	4	10	176	367	280	233
Materiella anläggningstillgångar	13	19	22	35	41	92	92	92	92
Finansiella anläggningstillgångar	1	1	3	8	13	30	30	30	30
Övriga anläggningstillgångar	0	0	6	3	7	2	2	2	2
Summa anläggningstillgångar	840	1 282	1 763	2 461	3 174	4 593	5 432	5 345	5 298
Varulager	6	14	29	45	62	104	135	143	147
Kundfordringar	404	549	698	874	995	1 448	1 851	1 957	2 015
Övriga omsättningstillgångar	116	241	308	479	611	749	936	982	1 007
Likvida medel och kortfristiga placeringar	159	211	218	317	386	695	327	317	311
Summa omsättningstillgångar	685	1 015	1 253	1 715	2 054	2 996	3 248	3 398	3 481
SUMMA TILLGÅNGAR	1 525	2 297	3 016	4 176	5 228	7 589	8 680	8 743	8 779
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	553	793	1 068	1 483	1 961	2 482	2 807	3 205	3 664
Minoritetsintressen	0	0	0	2	12	19	30	44	59
Summa eget kapital	553	793	1 068	1 485	1 973	2 501	2 838	3 249	3 723
Långfristiga räntebärande skulder	392	649	732	971	980	1 903	2 137	1 612	1 076
Summa långfristiga skulder	422	700	874	1 186	1 308	2 390	2 549	2 024	1 488
Kortfristiga räntebärande skulder	8	0	0	0	0	4	4	4	4
Leverantörsskulder	212	262	317	420	588	788	867	917	945
Övriga kortfristiga skulder	330	542	692	1 001	1 256	1 769	2 285	2 412	2 483
Summa kortfristiga skulder	550	804	1 074	1 505	1 947	2 698	3 293	3 470	3 569
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	1 525	2 297	3 016	4 176	5 228	7 589	8 680	8 743	8 779

Källa: Instalco, EPB

Tillväxt och marginaler

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Intäkstillväxt	-	29%	42%	29%	25%	25%	30%	6%	3%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	70%	66%	32%	28%	19%	14%	14%	3%
EBIT-tillväxt, justerad	-	70%	42%	33%	25%	13%	4%	18%	9%
EPS-tillväxt, justerad	-	81%	49%	26%	24%	9%	N.m.	19%	12%
Bruttomarginal	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
EBITDA-marginal	5,9%	8,0%	9,2%	10,3%	10,4%	10,3%	8,8%	9,5%	9,6%
EBITDA-marginal, justerad	6,6%	8,7%	10,2%	10,4%	10,7%	10,1%	8,8%	9,5%	9,6%
EBIT-marginal	5,8%	7,8%	7,6%	8,6%	8,5%	8,1%	6,3%	7,1%	7,4%
EBIT-marginal, justerad	6,4%	8,5%	8,5%	8,7%	8,7%	7,9%	6,3%	7,1%	7,4%
Vinst-marginal, justerad	4,4%	20,2%	6,5%	6,6%	6,8%	6,0%	4,5%	5,1%	5,5%

Källa: Instalco, EPB

Avkastning

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
ROE, justerad	Neg.	29%	31%	30%	28%	24%	20%	20%	20%
ROCE, justerad	Neg.	22%	22%	22%	22%	18%	15%	16%	18%
ROIC, justerad	Neg.	26%	25%	24%	24%	20%	16%	17%	19%

Källa: Instalco, EPB

Kapitaleffektivitet

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Varulager / totala intäkter	0%	0%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Kundfordringar / totala intäkter	17%	18%	16%	15%	14%	16%	16%	16%	16%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	24%	28%	27%	29%	31%	34%	31%	31%	31%
Rörelsekapital / totala intäkter	-1%	-	1%	0%	-2%	-3%	-2%	-2%	-2%
Kapitalomsättningshastighet	2,5x	2,2x	2,3x	2,1x	2,2x	1,8x	2,1x	2,3x	2,4x

Källa: Instalco, EPB

Finansiell ställning

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Nettoskuld	241	438	657	867	907	1 644	2 247	1 731	1 200
Soliditet	36%	35%	35%	36%	38%	33%	33%	37%	42%
Nettoskuldsättningsgrad	0,4x	0,6x	0,6x	0,6x	0,5x	0,7x	0,8x	0,5x	0,3x
Nettoskuld / EBITDA	1,7x	1,8x	1,6x	1,5x	1,2x	1,8x	2,2x	1,5x	1,0x

Källa: Instalco, EPB

Aktiedata

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
EPS	0,37	0,71	1,02	1,46	1,78	2,10	1,96	2,34	2,62
EPS, justerad	0,44	0,79	1,19	1,49	1,86	2,03	1,96	2,34	2,62
FCF per aktie	0,94	0,64	1,37	1,92	2,62	2,26	2,61	3,47	3,60
Utdelning per aktie	0,00	0,37	0,30	0,46	0,54	0,65	0,75	0,85	0,91
Eget kapital per aktie	2,29	3,28	4,38	5,86	7,61	9,44	10,7	12,3	14,0
Antal aktier vid årets slut, m	241	242	244	254	259	265	266	265	265
Antal aktier efter utspädning, snitt	241	242	244	254	259	265	266	265	265

Källa: Instalco, EPB

Värdering

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
P/E, justerad	Neg.	12,5x	11,6x	18,1x	27,0x	42,9x	21,8x	18,3x	16,3x
P/EK	Neg.	3,0x	3,2x	4,6x	6,6x	9,2x	4,0x	3,5x	3,1x
P/FCF	Neg.	15,4x	10,0x	14,0x	19,2x	38,4x	16,4x	12,3x	11,9x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
Direktavkastning	Neg.	3,7%	2,2%	1,7%	1,1%	0,7%	1,7%	2,0%	2,1%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	46,1%	25,3%	30,9%	29,1%	32,1%	38,2%	36,4%	34,5%
EV/Sales	Neg.	0,9x	0,9x	1,3x	1,9x	2,7x	1,2x	1,1x	1,0x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	10,1x	8,8x	12,6x	17,9x	26,9x	13,1x	11,1x	10,2x
EV/EBIT, justerad	Neg.	10,4x	10,6x	15,0x	21,8x	34,5x	18,4x	15,0x	13,2x
EV	Neg.	2 734	3 958	7 471	13 610	24 236	13 415	12 899	12 368
Aktiekurs	-	9,9	13,8	27,0	50,2	86,9	42,9	42,9	42,9

Källa: Instalco, 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 frånsäger 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 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