



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Handelsbolag & Distribution | Sverige | 05 maj 2023

Instalco

Stark marknad och marginalexpansion lyfter estimaten

12,5% organisk tillväxt...

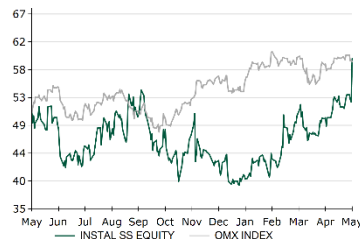
Marknaden är förvånansvärt stark och den organiska tillväxten var 12,5% i Q1, vilket var en acceleration från föregående år. Både Sverige och Övriga Norden bidrog. Nybyggnation av bostäder ser generellt sett en avmattning medan efterfrågan för energisnåla installationer ökar. Marknaderna för kommersiella fastigheter och anläggningar i den offentliga sektorn är allmänt god. Förvärvsaktiviteten är samtidigt fortsatt intensiv. Instalco slutförde 6 förvärv under kvartalet, vilka adderade nettoomsättning om 970 mkr.

...och marginaltrenden verkar ha bottnat

EBITA-marginalen expanderade 40 punkter till 7,1% och med det andra kvartalet i rad med marginalexpansion verkar det som om botten är bakom oss. Verksamhetsområdet Industri bidrog positivt till marginalutvecklingen. Det var framför allt Sverige som lyfte marginalen – Övriga Norden såg fortsatt kontraktion. Med en omsättning som var 5% bättre än det konsensus som bolaget har samlat ihop var EBITA 10% bättre än marknadens förväntningar.

Höjer estimat och motiverat värde

Både organisk tillväxt och marginal var bättre än vi hade trott och vi höjer 2023-2025e EPS med 11–13% och lyfter vårt motiverade värde till 85–87 kr (77–79 kr). Även om gapet har krympt de senaste månaderna handlas aktien fortfarande med en signifikant premie till sina mogna peers. Vi tror att detta gap kommer att stängas över tid då drivkrafterna för vinsttillväxten är väldigt snarlika.

Estimatändring				Prognos (mkr)					Värde och risk	
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	85 - 87 kr
Totala intäkter	10,3%	10,4%	10,4%	Totala intäkter	12 063	14 492	14 992	15 441	Aktiekurs	59,7 kr
EBIT, just.	11,2%	11,2%	11,1%	Tillväxt	36%	20%	3%	3%	Riskenivå	Medium
EPS, just.	12,6%	13,0%	12,8%	EBITDA, just.	1 165	1 480	1 590	1 673	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 	
				EBIT, just.	784	1 048	1 148	1 222		
				EPS, just.	2,1	2,8	3,2	3,6		
				EPS-tillväxt, just.	3%	36%	14%	10%		
				EK/aktie	11,9	14,0	16,4	19,1		
				Utdelning per aktie	0,7	0,9	1,0	1,1		
				EBIT-marginal	6,5%	7,2%	7,7%	7,9%		
				ROE, just.	19,5%	21,8%	21,2%	20,0%		
				ROCE, just.	14,4%	17,3%	19,6%	21,4%		
				EV/Sales	1,1x	1,4x	1,3x	1,3x		
				EV/EBITDA	11,2x	13,2x	12,3x	11,8x		
				EV/EBIT	16,6x	18,7x	17,1x	16,1x		
				P/E, just.	19,1x	21,1x	18,4x	16,8x		
				P/EK	3,3x	4,3x	3,6x	3,1x		
				Direktavkastning	1,7%	1,4%	1,7%	1,9%		
				FCF yield	7%	9%	8%	9%		
				Nettoskuld/EBITDA	2,1x	1,4x	0,8x	0,3x		
Kommande händelser										
Q2 - rapport	22 augusti 2023									
Q3 - rapport	27 oktober 2023									
Bolagsfakta (mkr)										
Antal aktier	261m									
Börsvärde	15 556									
Nettoskuld	3 779									
EV	19 585									
Free float	83%									
Daglig handelsvolym, snitt	483k									
Bloomberg Ticker	INSTAL SS EQUITY									
Analytiker										
Markus Almerud										
markus.almerud@penser.se										

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 5%.

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.

Vi anser att hållbarhet är en viktig drivkraft för Instalcos försäljning. Varje installation minskar energikonsumtionen för användaren, vilket har blivit ett allt viktigare försäljningsargument. Vi bedömer att detta är en av drivkrafterna bakom den accelererande tillväxten det senaste året.

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 75% av omsättningen. Gruppen hade ett 125-tal bolag i slutet av 2022.

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 2023-2025, 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 28x och EV/EBIT på 25x på 2024 års vinst men de har också längre historik.

Motiverat värde

85-87 kr

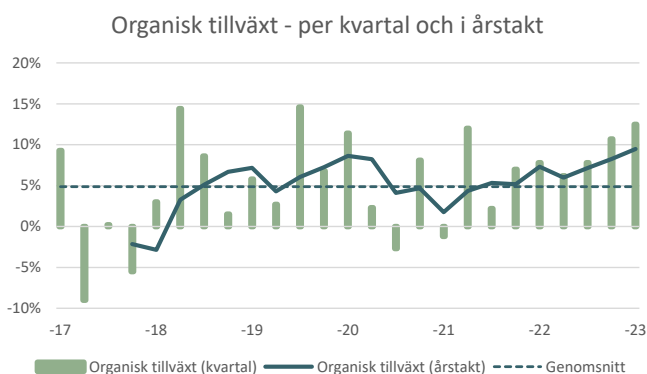
Kvartalet i korthet

Den organiska tillväxten var 12,5% i Q1 vilket innebär att den organiska tillväxten i årstakt fortsatte accelerera (Diagram 1). Vi vet inte hur mycket som är pris och hur mycket som är volym men det är inte bara pris. Efterfrågan för Instalcos produkter över lag vara fortsatt god och de fortsätter bygga på orderboken. Sverige ser en avmattning inom nybyggnation av bostäder medan nybyggnation, renoveringar och energieffektivisering inom privat och offentlig sektor ser en fortsatt god marknad. Bygginvesteringarna inom industrin ligger på en hög nivå, framför allt i norra Sverige. Norge är fortsatt stabilt även om nybyggnation av bostäder har mattats av på en hög nivå. Finland ser ljuspunkter för första gången sedan före pandemin.

Trots kostnadsinflationen expanderade EBITA-marginalen 40 punkter till 7,1% vilket innebär att trenden verkar ha bottnat (Diagram 2). Vi tror att Q3 var botten för marginalen. Verksamhetsområdet Industri ger ett positivt bidrag till resultatet.

Förvärv fortsatte vara en central drivkraft. Bolaget slutförde 6 förvärv under kvartalet och har adderat nästan 1 mdkr i omsättning under bara Q1. 2023 ligger redan över bidragen 2016-2020 trots att det inte har gått mer än cirka en tredjedel av året (Diagram 4). Förvärv står för över 80% av tillväxten och som ett resultat har vinsttrenden varit väldigt stabil över tid (Diagram 3).

Diagram 1: Medelhög ensiffrig organisk tillväxt



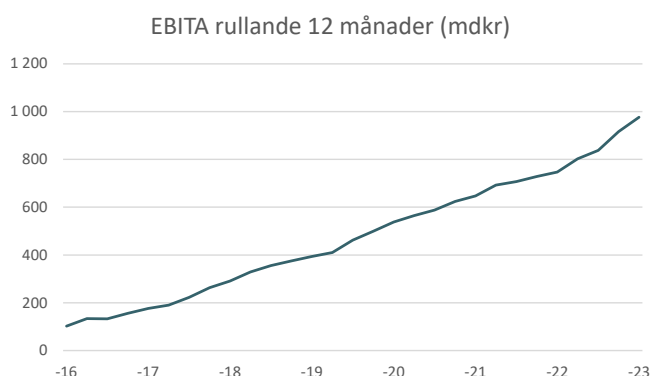
Källa: Bolaget, EPB

Diagram 2: Marginaltrenden har vänt upp



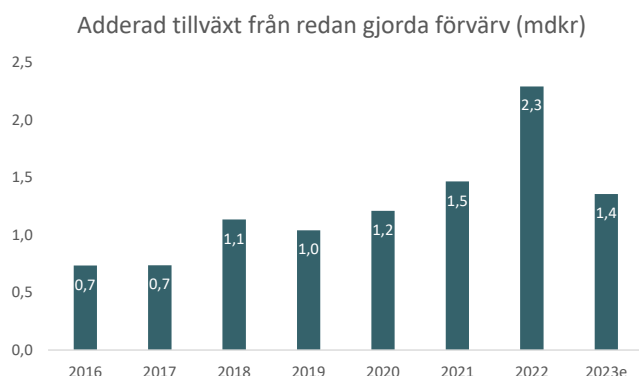
Källa: Bolaget, EPB

Diagram 3: Stabil EBITA-tillväxt



Källa: Bolaget, EPB

Diagram 4: Fortsatt hör tillväxt från förvärv

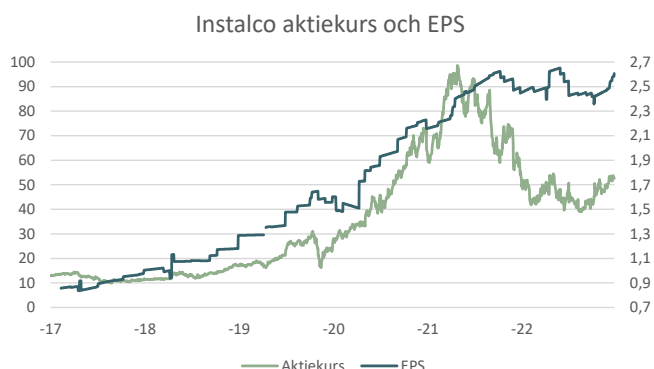


Källa: Bolaget, EPB

Värdering

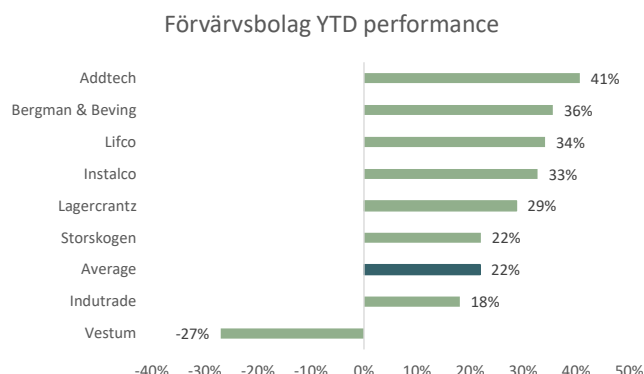
Divergensen mellan EPS och aktiekurs är fortsatt hög (Diagram 5). Peer-gruppen som helhet har återhämtat en del av det den tappade under 2022 men Instalco har halkat efter och värderingsgapet mellan Instalco och de mogna serieförvärvarna ligger nu under historiskt genomsnittliga nivåer (Diagram 10). Vi tror att bolagets exponering mot byggsektorn är en viktig anledning men tycker att marknaden missar förvärvens betydelse för tillväxten. Oavsett slutmarknad är drivkrafterna för de flesta förvärvsbolag mycket snarlika. Vi tror att värderingsgapet kommer stänga över tid.

Diagram 5: Divergensen mellan vinsttenden och aktiekursen är fortsatt stor



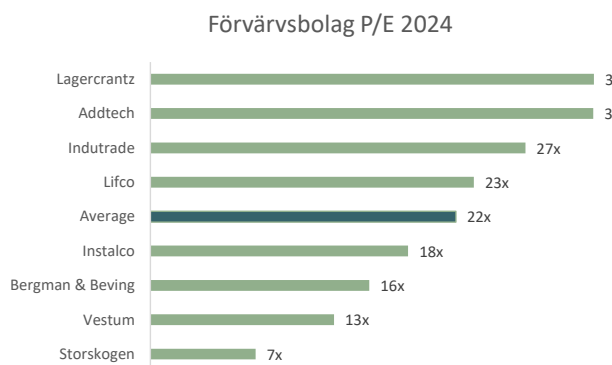
Källa: Factset, EPB

Diagram 6: Universet har återhämtat sig under årets första månader



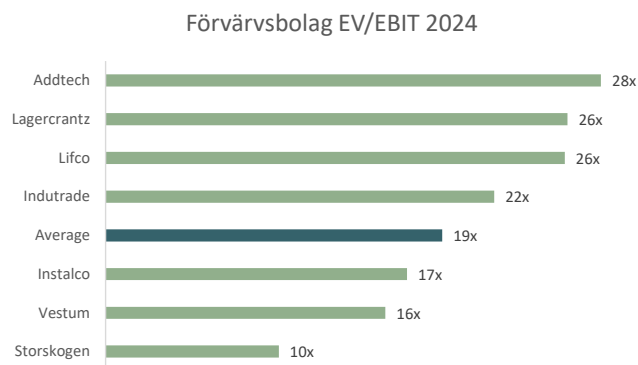
Källa: Factset, EPB

Diagram 7: Peer-gruppen handlas nu på P/E 22x...



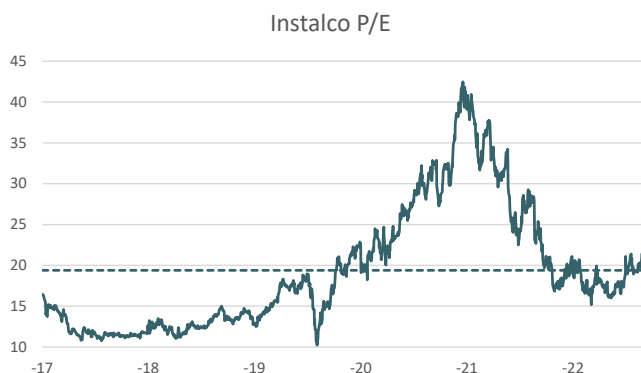
Källa: Factset, EPB

Diagram 8: ...och EV/EBIT 19x



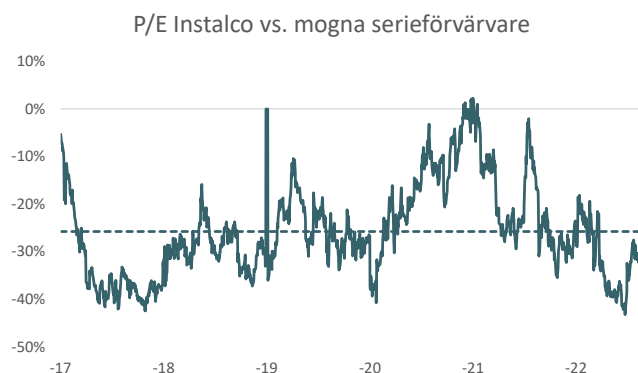
Källa: Factset, EPB

Diagram 9: Trots viss återhämtning har Instalcos värdering fortsatt släpa efter...



Källa: Factset, EPB

Diagram 10: ...peer-gruppen och rabatten är fortsatt hög



Källa: Factset, EPB

Tabell 1: DCF - antaganden och slutsatser

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	13 076	Risikfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	24 145	Riskpremium	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	8,0%
Företagsvärde (EV)	37 221	Small cap-premie	0,0%	Avskrivningar, % av omsättning	2,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	3 779	Extra riskpremium	0,0%	Capex, % av omsättning	2,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	WACC	8,0%	Rörelsekapital, % av omsättning	2,7%
Eget kapital	33 442			Skattesats	0%
Antal utstående aktier, full utspädning	261				
Eget kapital per aktie	128				

Källa: EPB

DCF - känslighetsanalys

		Långsiktig tillväxt							Långsiktig EBIT-marginal				
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%			6,0%	7,0%	8,0%	9,0%	10,0%
WACC	7,0%	135	149	166	189	219	WACC	7,0%	128	147	166	186	205
	7,5%	120	131	145	162	184		7,5%	112	129	145	162	179
	8,0%	108	117	128	142	158		8,0%	99	114	128	143	158
	8,5%	98	106	115	125	138		8,5%	89	102	115	128	140
	9,0%	89	96	103	112	122		9,0%	80	92	103	115	126

Källa: EPB

Resultaträkning									
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	3 114	4 414	5 692	7 122	8 890	12 063	14 492	14 992	15 441
Totala intäkter	3 114	4 414	5 692	7 122	8 890	12 063	14 492	14 992	15 441
Bruttoresultat	3 114	4 414	5 692	7 122	8 890	12 063	14 492	14 992	15 441
Övriga rörelsekostnader	-2 844	-3 965	-5 098	-6 363	-7 990	-10 898	-13 012	-13 402	-13 768
EBITDA	250	408	587	739	920	1 165	1 480	1 590	1 673
Jämförelsestörande poster	-20	-41	-7	-20	20	0	0	0	0
EBITDA, justerad	270	449	594	759	900	1 165	1 480	1 590	1 673
Avskrivningar	-6	-74	-95	-135	-172	-249	-299	-310	-319
EBITA, justerad	264	375	499	624	728	916	1 180	1 280	1 354
Amortering	0	0	-1	-1	-26	-132	-132	-132	-132
EBIT	244	334	491	603	722	784	1 048	1 148	1 222
EBIT, justerad	264	375	498	623	702	784	1 048	1 148	1 222
Finansnetto	-14	-19	-19	-9	-23	-87	-110	-76	-45
Resultat före skatt	230	315	472	594	699	697	938	1 072	1 177
Resultat före skatt, justerad	250	356	479	614	679	697	938	1 072	1 177
Total skatt	-58	-67	-101	-133	-142	-145	-188	-214	-235
Nettoresultat	172	248	371	461	557	552	750	858	942
Nettoresultat, justerad	192	289	378	481	537	552	750	858	942
Intäktsstillväxt	-	42%	29%	25%	25%	36%	20%	3%	3%
Bruttomarginal	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
EBIT-marginal, justerad	8,5%	8,5%	8,7%	8,7%	7,9%	6,5%	7,2%	7,7%	7,9%
EPS, justerad	0,79	1,19	1,49	1,86	2,03	2,08	2,83	3,24	3,55
EPS-tillväxt, justerad	-	49%	26%	24%	9%	3%	36%	14%	10%

Källa: Instalco, EPB

Kassaflödesanalys									
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	244	334	491	603	722	784	1 048	1 148	1 222
Övriga kassaflödesposter	-43	-1	-16	12	18	106	176	200	224
Förändringar i rörelsekapital	-41	5	21	74	-130	-137	240	0	0
Kassaflöde från den operationella verksamheten	160	338	496	689	610	753	1 464	1 347	1 445
Investeringar i anläggningstillgångar	-5	-7	-10	-14	-23	-31	-37	-39	-40
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-2	0	-2	-1	-3	-6	-3	-3	-3
Övrigt Kassaflöde från investeringar	2	4	4	4	15	0	0	0	0
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-5	-3	-8	-11	-11	-37	-40	-42	-43
Fritt kassaflöde	155	335	488	678	599	716	1 423	1 306	1 402
Förvärv och avyttringar	-426	-369	-560	-582	-953	-1 043	-470	0	0
Nyemission / återköp	76	67	100	226	41	-8	0	0	0
Förändring av skulder	245	17	132	-124	757	419	-1 125	-1 045	-1 117
Utdelningar	8	-52	-73	-115	-141	-171	-221	-270	-293
Övriga poster	2	4	6	9	-6	0	0	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	-95	-333	-395	-586	-302	-803	-1 816	-1 315	-1 410
Kassaflöde	60	2	93	92	297	-87	-393	-9	-8
Nettoskuld	438	657	867	907	1 644	2 504	2 034	1 269	440

Källa: Instalco, EPB

Balansräkning									
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR									
Goodwill	1 260	1 582	2 189	2 780	3 847	4 610	5 080	5 080	5 080
Övriga immateriella tillgångar	2	1	4	10	176	636	507	378	249
Materiella anläggningstillgångar	19	22	35	41	92	92	92	92	92
Finansiella anläggningstillgångar	1	3	8	13	30	30	30	30	30
Övriga anläggningstillgångar	0	155	225	330	448	570	570	570	570
Summa anläggningstillgångar	1 282	1 763	2 461	3 174	4 593	5 938	6 279	6 150	6 021
Varulager	14	29	45	62	104	141	174	180	185
Kundfordringar	549	698	874	995	1 448	1 891	1 884	1 949	2 007
Övriga omsättningstillgångar	241	308	479	611	749	972	1 142	1 177	1 208
Likvida medel och kortfristiga placeringar	211	218	317	386	695	631	238	229	221
Summa omsättningstillgångar	1 015	1 253	1 715	2 054	2 996	3 635	3 438	3 535	3 622
SUMMA TILLGÅNGAR	2 297	3 016	4 176	5 228	7 589	9 573	9 717	9 685	9 643
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	793	1 068	1 483	1 961	2 482	2 944	3 473	4 061	4 709
Minoritetsintressen	0	0	2	12	19	208	250	298	351
Summa eget kapital	793	1 068	1 485	1 973	2 501	3 152	3 723	4 359	5 061
Långfristiga räntebärande skulder	649	732	971	980	1 903	2 578	1 715	942	104
Långfristiga leasingsskulder	0	78	129	210	295	372	372	372	372
Övriga långfristiga skulder	51	64	86	118	192	609	609	609	609
Summa långfristiga skulder	700	874	1 186	1 308	2 390	3 559	2 696	1 923	1 085
Kortfristiga räntebärande skulder	0	0	0	0	4	4	4	4	4
Leverantörsskulder	262	317	420	588	788	1 042	1 159	1 199	1 235
Kortfristiga leasingsskulder	0	65	84	103	137	181	181	181	181
Övriga kortfristiga skulder	542	692	1 001	1 256	1 769	1 635	1 953	2 018	2 077
Summa kortfristiga skulder	804	1 074	1 505	1 947	2 698	2 862	3 297	3 403	3 498
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	2 297	3 016	4 176	5 228	7 589	9 573	9 717	9 685	9 643

Källa: Instalco, EPB

Tillväxt och marginaler									
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	42%	29%	25%	25%	36%	20%	3%	3%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	66%	32%	28%	19%	29%	27%	7%	5%
EBIT-tillväxt, justerad	-	42%	33%	25%	13%	12%	34%	10%	6%
EPS-tillväxt, justerad	-	49%	26%	24%	9%	3%	36%	14%	10%
Bruttomarginal	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
EBITDA-marginal	8,0%	9,2%	10,3%	10,4%	10,3%	9,7%	10,2%	10,6%	10,8%
EBITDA-marginal, justerad	8,7%	10,2%	10,4%	10,7%	10,1%	9,7%	10,2%	10,6%	10,8%
EBIT-marginal	7,8%	7,6%	8,6%	8,5%	8,1%	6,5%	7,2%	7,7%	7,9%
EBIT-marginal, justerad	8,5%	8,5%	8,7%	8,7%	7,9%	6,5%	7,2%	7,7%	7,9%
Vinst-marginal, justerad	6,2%	6,5%	6,6%	6,8%	6,0%	4,6%	5,2%	5,7%	6,1%

Källa: Instalco, EPB

Avkastning									
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	31%	30%	28%	24%	20%	22%	21%	20%
ROCE, justerad	Neg.	22%	22%	22%	18%	14%	17%	20%	21%
ROIC, justerad	Neg.	25%	24%	24%	20%	16%	18%	20%	22%

Källa: Instalco, EPB

Kapitaleffektivitet

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	0%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Kundfordringar / totala intäkter	18%	16%	15%	14%	16%	16%	13%	13%	13%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	28%	27%	29%	31%	34%	26%	25%	25%	25%
Rörelsekapital / totala intäkter	-	1%	0%	-2%	-3%	3%	1%	1%	1%
Kapitalomsättningshastighet	2,2x	2,3x	2,1x	2,2x	1,8x	1,9x	2,4x	2,6x	2,7x

Källa: Instalco, EPB

Finansiell ställning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	438	657	867	907	1 644	2 504	2 034	1 269	440
Soliditet	35%	35%	36%	38%	33%	33%	38%	45%	52%
Nettoskuldsättningsgrad	0,6x	0,6x	0,6x	0,5x	0,7x	0,8x	0,5x	0,3x	0,1x
Nettoskuld / EBITDA	1,8x	1,6x	1,5x	1,2x	1,8x	2,1x	1,4x	0,8x	0,3x

Källa: Instalco, EPB

Aktiedata

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	0,71	1,02	1,46	1,78	2,10	2,08	2,83	3,24	3,55
EPS, justerad	0,79	1,19	1,49	1,86	2,03	2,08	2,83	3,24	3,55
FCF per aktie	0,64	1,37	1,92	2,62	2,26	2,70	5,37	4,93	5,29
Utdelning per aktie	0,37	0,30	0,46	0,54	0,65	0,66	0,85	1,04	1,13
Eget kapital per aktie	3,28	4,38	5,86	7,61	9,44	11,9	14,0	16,4	19,1
Antal aktier vid årets slut, m	242	244	254	259	265	266	265	265	265
Antal aktier efter utspädning, snitt	242	244	254	259	265	266	265	265	265

Källa: Instalco, EPB

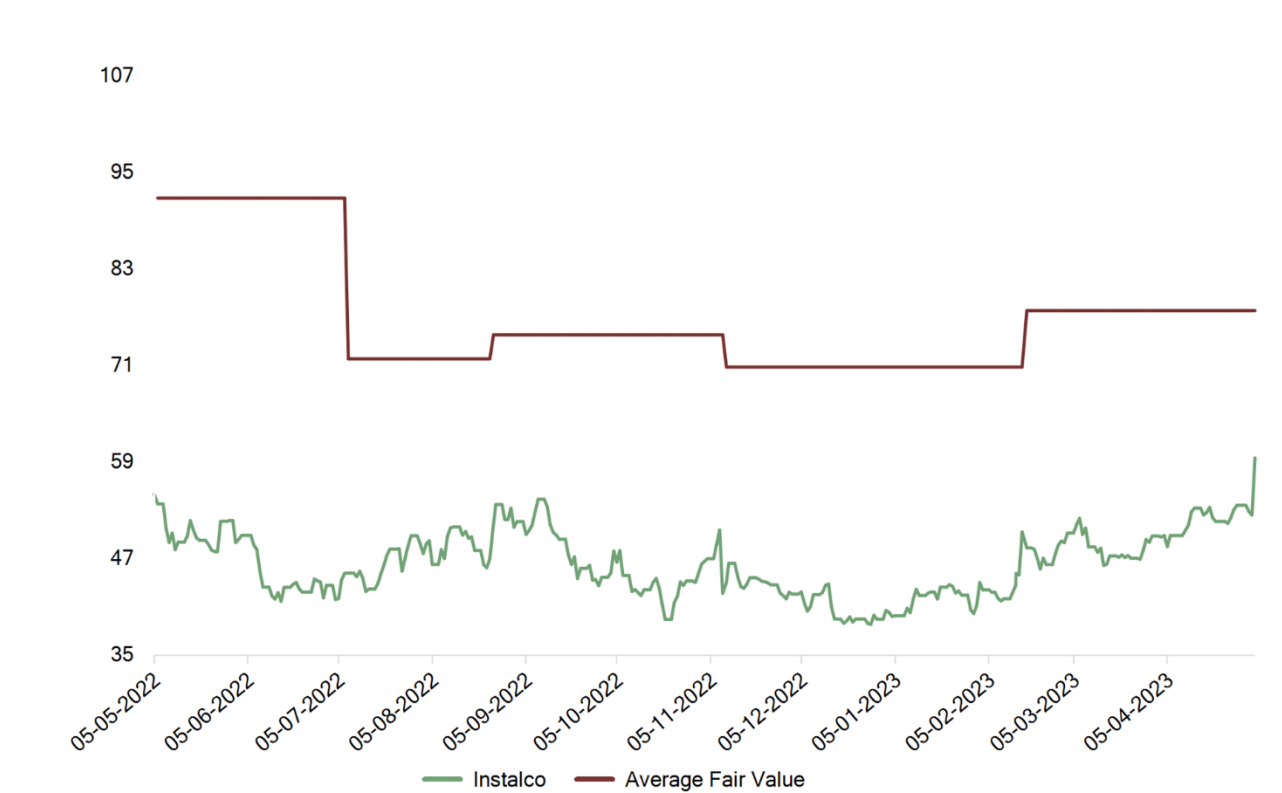
Värdering

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	12,5x	11,6x	18,1x	27,0x	42,9x	19,1x	21,1x	18,4x	16,8x
P/EK	3,0x	3,2x	4,6x	6,6x	9,2x	3,3x	4,3x	3,6x	3,1x
P/FCF	15,4x	10,0x	14,0x	19,2x	38,4x	14,7x	11,1x	12,1x	11,3x
FCF-yield	6%	10%	7%	5%	3%	7%	9%	8%	9%
Direktavkastning	3,7%	2,2%	1,7%	1,1%	0,7%	1,7%	1,4%	1,7%	1,9%
Utdelningsandel, justerad	46,1%	25,3%	30,9%	29,1%	32,1%	31,7%	30,0%	32,0%	31,7%
EV/Sales	0,9x	0,9x	1,3x	1,9x	2,7x	1,1x	1,4x	1,3x	1,3x
EV/EBITDA, justerad	10,1x	8,8x	12,6x	17,9x	27,0x	11,2x	13,2x	12,3x	11,8x
EV/EBIT, justerad	10,4x	10,6x	15,0x	21,9x	34,6x	16,6x	18,7x	17,1x	16,1x
EV	2 734	3 958	7 473	13 622	24 255	13 038	19 585	19 633	19 686
Aktiekurs	9,9	13,8	27,0	50,2	86,9	39,6	59,7	59,7	59,7

Källa: Instalco, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Instalco (INSTAL SS EQUITY)



Källa: EPB, IDC

Disclosure

Denna publikation (nedan "Publikationen") har sammanställts av Erik Penser Bank AB (nedan "Banken") i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsedd att vara rådgivande. Banken har tillstånd att bedriva bank- och värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan dock aldrig garanteras av Banken.

Som ett steg i utformandet av Publikationen har det analyserade bolaget (nedan "Bolaget") verifierat faktainnehållet i Publikationen. Bolaget kan dock aldrig påverka de delar av Publikationen som innefattar slutsatser eller värderingar.

Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns egna 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 heller sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Publikationen utgör därmed inget investeringsråd och ska inte heller uppfattas som sådan. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på Publikationen alltid fattas självständigt av investeraren och Banken fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller direkt/indirekt skada som grundar sig på användandet av denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk då dessa både kan öka och minska i värde. 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 ska 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. Värderingsmetoden ska läsas tillsammans med riskklassificeringen. Vad gäller riskklassificeringen: 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%.

För mer detaljerad information om värderingsmodeller klicka [här](#).

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 innehåll i Publikationen.

Bankens analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att förebygga och förhindra intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. För att förebygga intressekonflikter har Banken bl. a. vidtagit åtgärder för att förhindra otillbörlig informationsspridning, även kallade 'Chinese Walls'. Analysavdelningen är därmed fysiskt avskild från Corporate Finance-avdelningen som inte heller får delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Banken har även interna regler för att hantera eventuella intressekonflikter mellan analytikern, Bolaget och Banken.

Det kan dock, från tid till annan, förekomma att Banken utför 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 det analyserade bolaget. Banken har dock utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för analysen samt utformat interna regler för anställdas egna affärer som gäller för analytiker. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Den analytiker som har utarbetat Publikationen, och andra medverkande som har vetskap om analysens slutsats, får inte för egen räkning handla i berörda finansiella instrument eller med därtill relaterade finansiella instrument.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt Bolaget. Klicka [här](#) för mer information om tjänsten.

Om annat inte uttryckligen anges i Publikationen uppdateras analysen kvartalsvis samt när Bankens analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till det analyserade bolaget eller finansiella instrument.

Banken erhåller ersättning från Bolaget för tjänsten Penser Access.

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