ERIK PENSER BANK

Penser Access | Industri | Sweden | 20 August 2020

# Instalco

## Instalco Q2

### Bra kvartal

Instalco kom in med en Q2 rapport där omsättningen ökade 23% och EBIT 6% yoy. Sett till halvåret ökade EBIT 16% yoy. Omsättningen var därmed något under våra estimat medan EBIT var cirka 10% lägre. Jämfört med de få andra estimat som finns kom dock både omsättning och EBIT in högre än väntat.

### Orderbok och förvärv fortsätter upp

Orderboken är uppe på 6 Mdr per juni vilket innebär en tillväxt om 22% YTD vilket kan jämföras med Bravida som för samma period visade en tillväxt om 3%.

Förvärvstakten har hållits uppe under hela året hittills och ökade från 165 mkr i förvärvad omsättning i Q1 till 336 mkr i Q2. I juli har ytterligare 370 mkr i omsättning förvärvats vilket kommer in i Q3.

### Vi ökar vårt motiverade värde till 190-200 kr

Med anledning av den starka utvecklingen av förvärv och orderbok höjer vi vår prognos med 4-5% för EPS 2020-2021. Vi anser att PE 18 och EV/EBIT 16 på 2021 är en rimlig värdering med hänsyn till det starka kassaflödet och den stabila vinsttillväxt om 15-20% Instalco levererar. Denna värdering motsvarar en värdering i linje med Bravida.

### Estimatändring (SEK)

| | Nu | Förr | |
|---|---|---|---|
| EPS, just 20e | 8.95 | 8.59 | 4.2% |
| EPS, just 21e | 10.26 | 9.77 | 4.9% |
| EPS, just 22e | 11.79 | 11.28 | 4.5% |

### Kommande händelser

| | |
|---|---|
| Q3'20 rapport | Monday, 9 Nov 2020 |
| Q4'20 rapport | Thursday, 18 Feb 2021 |

### Bolagsfakta (mkr)

| | |
|---|---|
| Antal aktier | 52.0m |
| Market cap | 8,736 |
| Nettoskuld | 1 |
| EV | 8,737 |
| Free Float | 100.00% |
| Avg. No. of Daily Traded Sh. | 95.0(k) |
| Reuters/Bloomberg | |

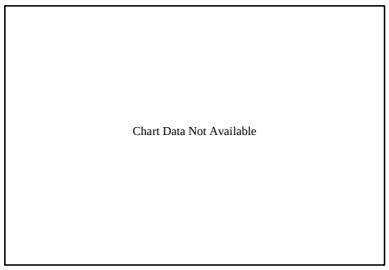
### Prognos (SEK)

| | 19e | 20e | 21e | 22e |
|---|---|---|---|---|
| Sales,m | 5,692 | 7,111 | 8,300 | 9,400 |
| Sales Growth | 29.0% | 24.9% | 16.7% | 13.3% |
| EBITDA, m | 587 | 744 | 851 | 974 |
| EBIT, m | 492.0 | 615.0 | 706.0 | 819.0 |
| EPS, adj | 7.32 | 8.95 | 10.26 | 11.79 |
| EPS Growth | 44.1% | 22.2% | 14.6% | 15.0% |
| Equity/Share | 0.6 | 0.7 | 0.9 | 1.1 |
| Dividend | 2.30 | 2.69 | 3.08 | 3.54 |
| EBIT Marginal | 8.6% | 8.6% | 8.5% | 8.7% |
| ROE (%) | 25.1% | 24.3% | 22.5% | 21.2% |
| ROCE | 20.9% | 20.1% | 18.9% | 18.7% |
| EV/Sales | 1.54x | 1.23x | 1.05x | 0.93x |
| EV/EBITDA | 14.9x | 11.7x | 10.3x | 9.0x |
| EV/EBIT | 17.8x | 14.2x | 12.4x | 10.7x |
| P/E, adj | 22.9x | 18.8x | 16.4x | 14.2x |
| P/Equity | 298.8x | 236.7x | 191.2x | 157.4x |
| Dividend yield | 1.7% | 1.6% | 1.8% | 2.1% |
| FCF yield | 7.2% | 7.1% | 8.1% | 9.2% |
| Net Debt/EBITDA | 1.5g | 1.5g | 1.6g | 1.5g |

### Risk och Avkastning

| Motiverat värde | 190.00 - 200.00 |
|---|---|
| Current price | SEK168.00 |
| Risknivå | Low |
| Kurspotential | Medium |

### Kursutveckling 12 mån




### Analytiker

jonas.jansson@penser.se
Analysavdelningen

This report was completed and disseminated 20 August 2020: 13:10 CEST

# Sammanfattning

## Instalco Q2

### Investment Case

Q2 rapporten visade återigen att Instalcos affärsmodell genererar en stark tillväxt. Intäkter från förvärv fortsätter upp och den organiska tillväxten var 2% i kvartalet. Detta var visserligen en svagare tillväxttakt än de 11% Instalco visade i förra kvartalet men ändå en bra nivå med hänsyn till den negativa påverkan från Covid-19. Den svaga utvecklingen i Norge har dock fortsatt i kvartalet och enligt Instalco brottas ett par av bolagen där med att ha tagit på sig för stora projekt vilka visat sig vara svåra att få upp marginalen i. Ledningen kommer att genomföra ett åtgärdsprogram för de norska bolagen i höst som innefattar risk- och planeringsuppföljning. Dessutom kommer dessa projekt att löpa ut eftersom snittiden för projekt ligger kring 18 månader.

Verksamheten i Övriga Norden står för 25% av Instalcos omsättning med ungefär lika stor verksamhet i Norge och Finland. Svagheten i Norge har medfört inte bara en låg EBIT marginal om 5,7% i kvartalet, utan även att orderboken minskat sedan december om förvärv räknats bort. Enligt CFO vill inte ledningen att bolag med en svag marginal tar på sig nya projekt och därför är det i nuläget prioriterat att få upp marginalen innan bolagen tar på sig fler affärer. VD och ledningen är inte nöjda med marginalen i kvartalet men menar samtidigt att marginalnivån inte skall överdrivas. Enligt Instalco en nivå på över 5% fortfarande en nivå som ligger klart över branschen som helhet för Q2.

Sverige är dock den fortsatt viktigaste marknaden för Instalco med 75% av omsättningen, och den svenska verksamheten går strålande. Organisk tillväxt i Q2 var 5,5%, EBIT marginalen ökade till 9,6%(8,0%) samtidigt som orderboken är upp 33% även exklusive förvärv jämfört med föregående år. Enligt Instalco är effekter av att komma in i gruppen både att fler bolag kan ta gemensamma projekt inom olika installationsområden men även att bolag som kommit in i gruppen kan komma ifråga för projekt de annars inte hade fått. Vad gäller sjukhusordern från NCC och Region Sörmland, vilken med 700 mkr är den största order Instalco fått någonsin, är marginalen inte särskilt mycket lägre än i gruppen som helhet men samtidigt är risknivån klart lägre. Ordern skall inte ses som att Instalco nu drar upp storleken i affären på bekostnad av marginal. Merparten av orderboken är fortfarande uppbyggd av en rad mindre order där vissa har riktigt höga marginaler.

Totalt sett hamnade justerad EBITA marginal om 8,7% och upp från nivån 7,8% i Q1. Säsongsmässigt är alltid Q2 och Q4 de bästa kvartalen marginalmässigt och vi hade väntat oss en ännu bättre marginal eftersom vi antog att Norge skulle förbättras snabbare. Vi antar dock att marginalförbättringen kommer senare under året i och med åtgärdsprogrammen.

Förvärvstakten har hållits uppe under hela kvartalet, vilket är remarkabelt med tanke på att hela förvärvsmarknaden stannade under perioden mars till juni på grund av Covid-19. De industriella förvärvsbolagen Lifco, Indutrade, Addetch och Lagercrantz gjorde inga förvärv alls under denna period. Instalco ökade istället förvärvstakten från 165 mkr i förvärvad omsättning i Q1 till 336 mkr i Q2. Dessutom annonserades i juli förvärv om sammanlagt 370 mkr, vilka kommer in i Q3 och i dessa tre bolag ingår VentPartner med huvudkontor i Örebro. VentPartner omsätter ca 250 mkr och är det enskilt största förvärv Instalco gjort.

Sammanlagt uppgår nu förvärvad omsättning till 870 mkr hittills i år att jämföra med Instalcos målsättning om 600-800 mkr i årstakt och vår prognos för helåret om 800 mkr. VD öppnade på konferensssamtalet upp för att målet kan komma att höjas men detta är en styrelsefråga.

# Sammanfattning

## Instalco Q2

Förvärven innebär en snöbollseffekt där förvärv som görs i år får helårseffekt nästkommande år. Till exempel, de 370 mkr i förvärvad omsättning som gjorts i juli kommer bara att finnas medräknade för ungefär halva 2020 men hela 2021. Enbart juli månads förvärv innebär en tillväxt om 2-3% för 2021. Medräknat årets och föregående års förvärv har Instalco på detta sätt säkrat en omsättningstillväxt om över 20% för 2020, vilket är överlägset högst av alla förvärvande bolag.

Vad gäller kassaflödet fortsätter detta att stärkas.Trots att förvärvstakten är fortsatt hög genererar den löpande verksamheten ett kassaflöde om över 300 mkr för H1 2020 varav ca 200 mkr har använts till förvärv. Alltså skulle Instalco redan idag kunna öka den redan höga förvärvstakten med 50% och finansiera den helt med eget kassaflöde. Dessutom har Instalco i juli skrivit ett nytt bankavtal som utökar deras kreditram med 300 mkr till totalt 1,5 Mdr.

CFO säger att det fortfarande finns så mycket bolag att förvärva inom de verksamheter och regioner där Instalco är idag, och att Instalco kan dubbla sig i storlek enbart sett till deras nuvarande positionering. Affärsområdena har vuxit och fler nya förvärv genereras genom att nätverket av bolag i gruppen helt enkelt nu är så mycket större. Därutöver finns ytterligare tillväxtmöjligheter genom att bredda verksamhetsområden (säkerhet, consulting, teknik m m) och även genom att expandera geografiskt.

Av dessa anledningar höjer vi vår prognos för förvärvad omsättning till 1,1 Mdr för detta år och 1 Mdr per år 2021 och 2022. Trots det kommer kassaflödet att öka i takt med att nya bolag kommer in i gruppen. Även med vår höjda prognos för förvärv bör ett överskott av kassaflöde kunna uppgå till kring 300 mkr årligen om något år vilket motsvarar 6 kr per aktie, som sedan successivt ökar. Denna extra kapacitet kommer att finnas i bolaget att använda till ytterligare förvärv, återköp eller höjd utdelning.

Den höga förvärvstakten och den fortsatt starka organiska tillväxten gör att vi höjer vår prognos för försäljning och EPS med 4-5% för i år och kommande år.

Instalco har i Q2 ännu en gång bevisat att de kan nå en överlägsen vinsttillväxt och starka kassaflöden, och i detta kvartal även lyckas prestera det i en svår marknad. Med stadiga upprevideringar av prognoser fortsätter värderingen att vara låg och trots en bra kursutveckling anser vi att Instalco är ett självklart val som en långsiktig investering.

### Bolags profil

Instalco startades 2014 av nuvarande VD Per Sjöstrand som bildade en grupp av bolag inom olika installationsområden som el- VS och ventilation. Året därpå vann Instalco sitt första kontrakt inom flera olika installationsområden och under 2015 påbörjades en expansion över större delar av landet genom förvärv i Malmö, Göteborg, Lund, Karlstad, Lidköping m. m.
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 mitten av 2020 är antalet bolag i gruppen kring 80 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 efter det att förvärvsverksamheten finansierats med egna medel.

# Sammanfattning

## Instalco Q2

### Värdering

Aktien har gått bra under året med en uppgång om ca 25%. Samtidigt har många andra förvärvsbolag också gått starkt och rabatten för Instalco har snarare ökat än minskat trots att Instalco kvartal efter kvartal visar att de kan hålla tillväxten uppe, även under en svår marknad som i år. EPS tillväxten i Instalco ligger på över 20% i år och över 15% kommande år att jämföra med till exempel Bravida som ligger kring 5-6% i tillväxt. Ändå handlas Instalco i nuläget PE 16 och EV/EBIT om 13 på 2021. Detta skall jämföras med Bravida på PE 20 och EV/EBIT 16 på 2021 samtidigt som de industriella förvärvsbolagen värderas kring 24 i EV/EBIT på nästa år.

Med hänsyn till Instalcos defensiva kvaliteter, överlägsna vinsttillväxt och starka kassaflöden anser vi att Instalco bör värderas avsevärt högre relativt både Bravida och de industriella förvärvsbolagen. Värderingen av förvärvsdrivna bolag har dock generellt ökat i sommar och vi väljer att värdera Instalco på bolagets egna meriter snarare än att utgå från en värdering relativt peers.

Vi höjer vårt motiverade värde till 190-200 kr vilket motsvarar en PE multipel om 18 på 2021 + ett värde om 6 -10 per aktie från det starka kassaflöde som successivt genereras kommande år. Värderingen är konservativ med hänsyn till Instalcos stabila vinsttillväxt om över 20% i år och kring 15% kommande år. Vårt motiverade värde motsvarar en värdering i linje med Bravida.

### Motiverat värde

Vi höjer vårt motiverade värde till 190-200 kr.

| Största aktieägare | Röster | Aktier |
|---|---|---|
| Capital Group | 9,50% | 9,50% |
| Per Sjöstrand | 8,50% | 8,50% |
| Swedbank Robur Fonder | 7,40% | 7,40% |
| Wipunen varainhalinta Oy | 4,30% | 4,30% |
| Övriga | 70,30% | 70,30% |
| Ordförande | | Olof Ehrlén |
| Verkställande direktör | | Per Sjöstrand |
| Finansdirektör | | Robin Boheman |
| Investerarkontakt | | Fredrik Tranell |
| Hemsida | | www.instalco.se |

## Peervärdering serieförvärvare

| | | | Kursutv | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Mcap | Kurs | | | | PE | EV/EBIT |
| | Mdr SEK | Nu | 1M | 6M | YTD | 2021 | 2021 |
| **Förvärvsbolag** | | | | | | | |
| Lifco | 61,2 | 674 | 0% | 16% | 17% | 32 | 27 |
| Indutrade | 55,7 | 461 | 5% | 31% | 38% | 28 | 23 |
| Addtech | 29,1 | 435 | 10% | 31% | 45% | 29 | 27 |
| Lagercrantz | 12,7 | 183 | 6% | 9% | 25% | 29 | 24 |
| Beijer Alma | 7,5 | 124 | 11% | -9% | -21% | 16 | 13 |
| SDIP Tech | 5,4 | 163 | 21% | 41% | 124% | 22 | 17 |
| NIBE | 128,3 | 255 | 18% | 42% | 46% | 47 | 37 |
| Beijer Ref | 44,9 | 353 | -5% | 16% | 26% | 48 | 36 |
| Instalco | 8,6 | 168 | 4% | 8% | 26% | 16 | 13 |
| Bravida | 20,3 | 101 | 11% | 1% | 10% | 20 | 16 |

## Resultaträkning

**Resultaträkning**

| | 2017A | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Nettoomsättning | - | 4 414 | 5 692 | 7 000 | 8 100 | 9 200 |
| Övriga intäkter | - | 39 | 70 | 65 | 75 | 85 |
| (Choice) Extraordinära intäkter | - | | | | | |
| Kostnad sålda varor | - | -2 295 | -2 937 | -3 595 | -4 380 | -5 070 |
| Bruttovinst | - | 2 158 | 2 825 | 3 470 | 3 795 | 4 215 |
| Försäljningskostnader | - | | | | | |
| Administrationskostnader | - | -1 752 | -2 238 | -2 736 | -2 963 | -3 250 |
| Forskning- och utveckling | - | | | | | |
| Övriga kostnader | - | | | | | |
| (Choice) Extraordinära kostnader | - | | | | | |
| **Rörelseresultat (EBITDA)** | - | 406 | 587 | 734 | 832 | 965 |
| Avskrivningar | - | -74 | -95 | -108 | -120 | -140 |
| Goodwillnedskrivningar | - | | | | | |
| **Resultat (EBIT)** | - | 332 | 492 | 626 | 712 | 825 |
| Extraordinära Poster | - | | | | | |
| **Justerat Resultat (EBIT)** | - | 332 | 492 | 626 | 712 | 825 |
| Finanisella intäkter | - | | | | | |
| Finansiella kostnader | - | -18 | -19 | -32 | -25 | -25 |
| **Resultat före skatt** | - | 314 | 473 | 594 | 687 | 800 |
| Skatter | - | -67 | -101 | -121 | -144 | -168 |
| Minoritetsintressen | - | | | | | |
| **Nettoresultat Rapporterat** | - | 247 | 372 | 473 | 543 | 632 |
| **Nettoresultat (just)** | | | | | | |

## Kassaflödesanalys

**Kassaflödesanalys**

| | 2017A | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Nettoresultat Rapporterat | - | 247 | 372 | 473 | 543 | 632 |
| Icke kassaflödespåverkande poster | - | 98 | 105 | 108 | 120 | 140 |
| Förändringar i rörelsekapital | - | 4 | 21 | 10 | 10 | 10 |
| **Kassaflöde från den operationella verksamheten** | - | 349 | 498 | 591 | 673 | 782 |
| Investeringar | - | 1 | -2 | 0 | 0 | 0 |
| Avyttringar | - | | | | | |
| **Fritt Kassaflöde** | - | 350 | 496 | 591 | 673 | 782 |
| Utdelningar | - | -52 | -73 | -133 | -153 | -179 |
| Nyemission/återköp | - | 67 | 100 | 60 | 60 | 60 |
| Förvärv | - | -369 | -560 | -350 | -350 | -350 |
| Lånefinansiering och övriga justeringar | - | 17 | 132 | 350 | 350 | 350 |
| **Kassaflöde** | - | 13 | 95 | 518 | 580 | 663 |
| Icke kassaflödespåverkande poster | - | | | | | |
| **Nettoskuld (just)** | **-** | **4046** | **7729** | **9663** | **9566** | **9399** |

## Balansräkning

**Balansräkning**

| | 2017A | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **TILLGÅNGAR** | | | | | | |
| Goodwill | - | 1 582 | 2 189 | 2 539 | 2 889 | 3 239 |
| Övriga immateriella tillgångar | - | 0 | 0 | -108 | -228 | -368 |
| Materiella anläggningstillgångar | - | 172 | 261 | 362 | 478 | 594 |
| Räntebärande anläggningstillgångar | - | | | | | |
| Innehav i intresseföretag och andelar | - | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Övriga anläggningstillgångar | - | 7 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| **Summa anläggningstillgångar** | - | 1 761 | 2 453 | 2 796 | 3 142 | 3 468 |
| Varulager | - | 29 | 45 | 55 | 64 | 73 |
| Kundfordringar | - | 698 | 874 | 980 | 1 053 | 1 196 |
| Övriga omsättningstillgångar | - | 310 | 487 | 487 | 487 | 487 |
| Likvida medel | - | 218 | 317 | 806 | 1 354 | 1 983 |
| **Summa omsättningstillgängar** | - | 1 255 | 1 723 | 2 329 | 2 958 | 3 739 |
| | - | | | | | |
| **SUMMA TILLGÅNGAR** | **-** | **3 016** | **4 176** | **5 125** | **6 100** | **7 207** |
| | | | | | | |
| **Eget Kapital och skulder** | | | | | | |
| Eget Kapital | - | 1071 | 1485 | 1856 | 2274 | 2753 |
| Minoritetsintressen | - | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **Summa Eget Kapital** | - | 1 071 | 1 485 | 1 856 | 2 274 | 2 753 |
| Långfristiga finansiella skulder | - | 811 | 1186 | 1536 | 1886 | 2236 |
| Pensionsavsättningar | - | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Uppskjutna skatteslunder | - | | | | | |
| Övriga långfristiga skulder | - | 63 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **Summa Långfristiga skulder** | - | 874 | 1 186 | 1 536 | 1 886 | 2 236 |
| Kortfristiga finansiella skulder | - | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Leverantörsskulder | - | 317 | 420 | 517 | 598 | 679 |
| Skatteskulder | - | | | | | |
| Övriga Kortfristiga skulder | - | 754 | 1085 | 1224 | 1348 | 1545 |
| **Summa kortfristiga skulder** | - | 1 071 | 1 505 | 1 741 | 1 946 | 2 224 |
| **Summa Eget Kapital och skulder** | **-** | **3 016** | **4 176** | **5 133** | **6 106** | **7 213** |

## Kvartalsvisdata

**Resultaträkning**

| | Q117 | Q217 | Q317 | Q417 | Q118 | Q218 | Q318 | Q418 | Q119 | Q219 | Q319 | Q419 | Q120 | Q220 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Nettoomsättning | 689 | 781 | 708 | 935 | 979 | 1 174 | 998 | 1 264 | 1 218 | 1 406 | 1 416 | 1 652 | 1 676 | 1 750 |
| Övriga intäkter | 2 | 20 | 9 | 2 | 1 | 5 | 3 | 30 | 8 | 40 | 0 | 22 | 5 | 30 |
| Extraordinära intäkter | | | | | | | | | | | | | | |
| Kostnad sålda varor | -373 | -404 | -364 | -447 | -514 | -614 | -534 | -633 | -631 | -717 | -778 | -811 | -873 | -870 |
| Bruttovinst | 318 | 397 | 353 | 490 | 466 | 565 | 467 | 661 | 595 | 729 | 638 | 863 | 808 | 910 |
| Försäljningskostnader | | | | | | | | | | | | | | |
| Administrationskostnader | -222 | -259 | -238 | -312 | -328 | -371 | -318 | -421 | -404 | -458 | -409 | -566 | -530 | -550 |
| Forskning- och utveckling | | | | | | | | | | | | | | |
| Övriga kostnader | -57 | -76 | -62 | -82 | -82 | -74 | -62 | -95 | -80 | -105 | -99 | -127 | -128 | -150 |
| Extraordinära kostnader | | | | | | | | | | | | | | |
| **Rörelseresultat (EBITDA)** | 39 | 62 | 53 | 96 | 56 | 120 | 87 | 145 | 111 | 166 | 130 | 170 | 150 | 210 |
| Avskrivningar | -1 | -1 | -1 | -2 | -17 | -18 | -19 | -20 | -21 | -21 | -30 | -26 | -30 | -29 |
| Goodwillnedskrivningar | | | | | | | | | | | | | | |
| **Resultat (EBIT)** | 38 | 61 | 52 | 94 | 39 | 102 | 68 | 125 | 90 | 145 | 100 | 144 | 120 | 181 |
| Extraordinära Poster | | | | | | | | | | | | | | |
| **Justerat Resultat (EBIT)** | 38 | 61 | 52 | 94 | 39 | 102 | 68 | 125 | 90 | 145 | 100 | 144 | 120 | 181 |
| Finansiella intäkter | | | | | | | | | | | | | | |
| Finansiella kostnader | -3 | -7 | -2 | -2 | -6 | -5 | -6 | -1 | -5 | -2 | -5 | -7 | -11 | -8 |
| **Resultat före skatt** | 35 | 54 | 50 | 92 | 33 | 97 | 62 | 124 | 85 | 143 | 95 | 137 | 109 | 173 |
| Skatter | -8 | -12 | -10 | -28 | -14 | -23 | -4 | -26 | -19 | -26 | -28 | -28 | -25 | -30 |
| Minoritetsintressen | | | | | | | | | | | | | | |
| **Nettoresultat Rapporterat** | 27 | 42 | 40 | 64 | 19 | 74 | 58 | 98 | 66 | 117 | 67 | 109 | 84 | 143 |
| **Nettoresultat (just)** | | | | | | | | | | | | | | |

**Tillväxt och marginaler**

| | Q117 | Q217 | Q317 | Q417 | Q118 | Q218 | Q318 | Q418 | Q119 | Q219 | Q319 | Q419 | Q120 | Q220 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Omsättningstillväxt | | | | | 42% | 50% | 41% | 35% | 24% | 20% | 42% | 31% | 38% | 24% |
| EBIT, tillväxt | | | | | 3% | 67% | 31% | 33% | 131% | 42% | 47% | 15% | 33% | 25% |
| Bruttomarginal | 46% | 51% | 50% | 52% | 48% | 48% | 47% | 52% | 49% | 52% | 45% | 52% | 48% | 52% |
| EBITDA marginal | 6% | 8% | 7% | 10% | 6% | 10% | 9% | 11% | 9% | 12% | 9% | 10% | 9% | 12% |
| EBIT marginal | 6% | 8% | 7% | 10% | 4% | 9% | 7% | 10% | 7% | 10% | 7% | 9% | 7% | 10% |
| Skattesats | 23% | 22% | 20% | 30% | 42% | 24% | 6% | 21% | 22% | 18% | 29% | 20% | 23% | 17% |

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.

**Potential och risk**
Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument. Bland dessa finns kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata.
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.
Vi klassificerar aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån en tvådimensionell modell bestående av potential och risk.
Banken relaterar potentialen till vedertagna värderingsmetoder givet ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. I det här sammanhanget definierar vi låg potential som maximalt 10% förväntad totalavkastning den kommande tolvmånadersperioden. För att aktien skall erhålla klassificeringen Hög potential krävs det att vi ser en totalavkastning på minst 50%. Denna kan dock ligga ett par år bort i tiden.
Vad gäller risk analyserar vi 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%.
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