

INWIDO AB

KÖP SEK 95,15 Pris PE SEK 176 Pris DCF SEK 198 Uppsida >85%	Indikatorer: SEK DCF Värde: 198 PE prissättning: 176 PE-tal: 7,1	Aktiedata: Ticker: INWI ISIN: SE0006220018 Bolag: Cykliskt	Beskrivning: Inwido AB är ett byggmaterialföretag som levererar både fönster och dörrar, och är marknadsledande i Norden	
	Allmänt: m SEK Börsvärde: 5 519 Antal aktier (m): 58 Nettoskuld (IFRS16): 970 EV: 6 489	Ägarlista NN Group N.V.: 10,3% Fjärde AP-fond: 9,7% Robur Fonder: 8,1% Lannebo Fonder: 5,3%	Riskprofil Q1'23 Skuldsättningsgrad: 0,8 N. Skuld/EBITDA: 0,7 Soliditet: 56% Beta (1år): 1,37	

Inwido - låg värderat bolag mot bransch och eget snitt, cykliskt bolag, snitttillväxt_{5år} ~7%, låg skuldsättning, bra uthålliga marginaler, marknadsledare i Norden, växer organiskt och via förvärv, fragmenterad marknad med 100-tals små-spelare i Europa [Inwido vill konsolidera marknaden], rätt positionerat i sekulär trend -> energi-effektiva lösningar och den gröna omställningen!

Hittades via Svolders senaste månadsrapport, som redovisade köpet av **Nordic Waterproofing**, varav vid analysen och jämförelse mot branschen hittades **Inwido** som mer felprissatt och lovande, se jämförelsen nedan!

- **P/E** ligger lägst jämfört med andra byggmaterial bolag i denna storlek på 7,1–14,8, Inwidos **FCF-yield** 11%!
- **Vinsttillväxten** över 7år är goda 9%, medan senaste året växte Inwido "bara 7,1%, med tanke på då att både Balco Group och Nordic Waterproofing hade negativa tillväxttal.
- **Snitt ROE_{7år}** låg på stabila 13%, i linje med de andra bolagen. ROC är något högre fast lägst skuldsättningsgrad, så man har verkligen fått god avkastning på investerat kapital!
- **Rörelsemarginalen** är "best-in-class" med 11% senaste året och ett 10-års snitt på 10%, **P/S talet** ligger på låga 0,6 och borde ligga närmare 1–2!

Terminal	Screeners	Analys	P/E Senaste	P/FCF Senaste	Omsätt. tillv. År. tillv. 7 år	Vinsttillväxt År. tillv. 7 år	EBIT-marg Senaste	ROE Snitt 7 år	ROC Senaste	Direktav. Senaste	N.skuld/EBITDA Senaste	Skuldsättning Senaste	Immat. till.-% Senaste	Kassa-% Senaste	Börsvärde Senaste
Filtrerad 4 av 16 709															
			7,1	8,7	7,8 %	9,1 %	11,0 %	12,8 %	16,4 %	6,7 %	0,7	0,8	53 %	12 %	5 591
			11,8	37,8	13,3 %	8,3 %	8,4 %	16,3 %	13,5 %	5,2 %	1,9	1,2	36 %	3 %	3 227
			13,2	14,0	8,0 %	28,3 %	7,2 %	13,4 %	10,1 %	3,5 %	1,3	0,8	48 %	1 %	930
			14,8	-8,7	-	-	8,4 %	-	11,9 %	2,0 %	2,3	1,3	66 %	8 %	4 124

Lågkonjunkturtest – då **Inwido** är ett cykliskt bolag, är det värt att titta på hur en recession skulle påverka värderingen! Lägsta EBIT-marginal i bolagets historia var 2008 på 5,6%! Applicerar vi 5,6% på nuvarande omsättning_{R12} 9 569MSEK, så får vi en EBIT på 536MSEK, med 0 i finansnetto och 22% i skatt blir vinsten 418MSEK, delar vi det med antal aktier (58miljoner), får vi en vinst per aktie på 7,21SEK. Det i relation till dagens aktiekurs på 95,15SEK, get ett P/E-tal på 13,2 – inte så tokigt för ett "worst-case"!

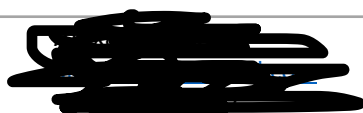
PE-tal prissättning (relativ värdering) vid framtida tillväxt av 6%, med snitt 9% rörelsemarginal, och ett avkastningskrav på 10% ger det motiverade PE talet ~13, vilket ger en uppsida på 85%. **DCF värdering**, baserat på 5års tillväxt p.a. av 6% och därefter 3% årligen ger ett värde av 198kr - Bolagets historiska snitt PE_{10år} = 13 och senast bolagets aktiepris var över 190kr var i januari 2022!

En fördjupning i årsredovisningarna visade att Inwido generade över de senaste 5-åren en sammanlagd vinst på 2 875MSEK, investerade 1 765MSEK i sina tillgångar (inklusive köp av bolag), betalade av 1 192MSEK i skuld och delade ut 965MSEK till aktieägare. Man återinvesterade under denna tid ~40% av vinsten i EK och med ett snitt ROE_{5år} på **15%**. Om Inwido fortsätter att investera i den storleken med liknande avkastningen, så borde den förväntade tillväxten blir **ROE x EK återinvestering = 15% x 40% = 6%**

ÅTERINVESTERIN	Vinst	CF	CAPEX	FCF	Avskrivningar	Ändring WC	Ändring skuld	EK återinvestering	EK återinvesterings ratio	Utdelning
GAR										
2018	433	434	629	-195	164,5	-80,3	178,9	384,2	88,8%	203
2019	433	925	273,7	651	268,5	211,9	-574,1	217,1	50,1%	145
2020	501	1 210	179,7	1 030	255	433,9	-111,1	358,6	71,6%	0
2021	713	1 014	255,4	759	249,1	61,6	-579,4	67,9	9,5%	261
2022	796	1 071	426,8	644	286,2	-23,1	-106,1	117,5	14,8%	356
Sammanlagt	2 875	4 654	1 765	2 889	1 223	604	-1 192	1 145	39,8%	965

Skuldsidan av bolaget är exemplariskt, då man alltid var angelägen om att minska skulden. Idag ligger **N.Skuld/EBITDA** på låga 0.7 (IFRS16) eller 0.4 (exkl. IFRS16). Företagets mål är att vara under 2,5! **Räntekostnader/vinst** har således minskat från 25% (2014) till låga 7% (2022) och man är väl rustat för flera uppköp för att konsolidera marknaden!

Man ser tydligt att Inwido's aktiepris svänger en hel del och att marknaden just nu har en negativ syn, men tänk att bolagets aktiepris är bara upp **+49%** från IPO, medan vinsten har ökat **+334%** under samma period. Ett perfekt läge för en Contrarian att köpa billigt när ingen vill ha aktien, samt att man kan köpa en första position och sedan eventuell fylla på om kursen skulle falla 10% till vid en dålig dag eller

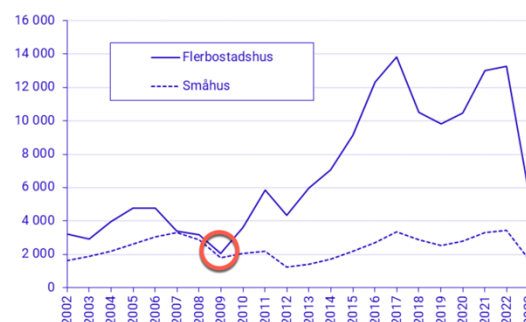


rapport innan det vänder igen – eller man avvaktar tills kursen bryter igenom MA200 för att vara säker på starkare momentum!



Makrobilden visar att just nybyggen av nya lägenheter i Sverige minskar rejält (~50% av Inwido's försäljning är nybyggnation), men vi ser också hur scenariot såg ut under finanskrisen 2008–2009, då hela finansvärlden såg ut att gå under! Även BNP backade då rejält med -4,3%. Vi såg även att när Inwido slopade utdelning under pandemin, klarade man av att hantera kortsiktiga motgångar och generade det året ett fritt kassaflöde på över 1 miljard kronor! **Elitfönster**, ett av Inwido's bolag, annonserade den 31 maj '23 att man varslar 165 medarbetare för att hantera att orderstocken minskar och man under ett tag framåt inte har den tillväxten, även denna storm ska de rida ut och kommer ännu starkare ut ur den via förvärv! Idag är Inwido dessutom mer diversifierad över flera regioner och flera produkter. Det finns ett gigantiskt behov av energi-effektiva renoveringar av gamla byggnader och därmed vara i fas med den gröna omställningen som EU kräver kommande 15 åren. Runt 35 procent av en fastighets värme försvinner genom fönster och dörrar.

Påbörjade lägenheter i nybyggnad under 1:a kvartalet, 2002- 2023



Investeringsanteckningar

Direktavkastning: 6,7% (bibehållen) ---- Ändring av värderingsmultiplern: 7 -> 13 ----Försäljningsökning 0% (historisk 6–7% p.a.)

Investment Case: Jag räknar med att nyförsäljningen inte ska öka nämnvärt kommande året, utan att man jobbar av orderstocken. Fortsatt fokus på renoveringar och att man anpassar kostnadsmassan därefter (vilket man gjort förut – 2009 och 2020)!

Då bolaget tjänar pengar och är snabba med att anpassa kostymen, tror jag att man kan behålla utdelningen på 5–6% (~50% utdelning av vinsten), och att den stora ökningen kommer från multiplexpansionen den dagen räntorna nådd sin topp och vi kommer ur recensionen. Detta scenario ger mig en uppsida om >80% - medan jag väntar och kassera utdelningen!

Bolaget har väldigt låg skuldsättning, kan pausa investeringar 1år för att skapa extra kassaflöde om så behövs utan att tappa marknadsandelar!

Risk/Reward – Om vi räknar med en knapp fördubbling på 3 år, så ger oss "Rule of 72" en årlig avkastning på 24% (72/3år) – **risken** bedömer jag max till **10%**, då utdelningen, den stabila balansräkningen och ledningens snabba agerande har visat att man kan hantera konjunktursvängningar! Det ger en **R/R=2,4!** Även om det kan bli en volatil resa, så skulle jag slå vad att vi är nära bolagets lägsta värdering, om nu inte en global finanskris skulle inträffa!

Händelser efter analysen: 14e juli kom Q2 '23 rapporten, där marginalen och även minskningen av orderstocken bekräftades, samt köpet av **Sidey**, Scotlands största fönster och dörrbolag, som är i en stark tillväxtfas, då regleringen i Scotland kräver energi-effektiva åtgärder för fastigheter! Köpet gjordes på strax under **6xEBIT**, vilket är något lägre än **Inwido's EV/EBIT på 7**, vilket ger en liten, men positiv multipel-effekt när det konsolideras in i Inwido's böcker! Det gångna kvartalet gick man även in i den nederländska marknaden via sin e-handels plattform och dessutom investerade man 100MSEK i en ny produktionsanläggning i Elitfönster, som kommer ge bättre marginaler!

