

Inwido AB

Finns det fortfarande avkastning att hämta?

Inwido har sedan den senaste analysen överträffat den dåvarande DCF-riktkursen och har stigit med 47,31% sedan 1 april 2024, samt imponerande 141,22% sedan bottennoteringen den 23 september 2022. Trots en utmanande makromiljö med hög inflation och stigande räntor har bolaget lyckats upprätthålla stabil omsättning och goda marginaler. Drivkraften bakom denna utveckling är en växande efterfrågan på energieffektiva byggnader, där Inwido genom sin marknadsledande position inom energieffektiva lösningar gynnas. Frågan är dock, finns det fortfarande värde att hämta, eller har marknaden redan prisat in den framtida potentialen?

Aktiekurs – 5 år



16 februari 2025

Analytiker

Gustav Åkerblom
Karl Andreasson

Nyckeltal

Handelsplats	Mid Cap
Sektor	Industri
Börsvärde (MKR)	12 023
Enterprise Value	13 328
Nettoskuld/EBITDA	1,1
Direktavkastning (%)	2,7
P/E	22,3
EV/EBIT	15,7
EPS	3,17
ROE (%)	9,5
ROIC (%)	7,7
ROA (%)	5,3

Värdering

Aktiekurs	214,2 SEK
Riktkurs DCF	252 SEK
Riktkurs Peers	251 SEK
Uppsida/nedsida	17,64%
Rekommendation	Behåll



Investment Case

Värdedrivare och styrkor

Attraktiv marknad driven av den gröna omställningen

Marknaden Inwido infinner sig på har åtnjutit stabil tillväxt på senare år, där den uppvisade en 4% tillväxt mellan 2018 och 2021. Framgent så estimeras den europeiska fönstermarknaden växa med en desto högre tillväxttakt till följd av regulatoriska skäl, som gynnar Inwido enormt. Energy Performance of Buildings Directive 2024 (EPBD) är en mängd med regleringar och mål från EU som under Q4 2024 reviderats och skärpts. De reviderade målen innefattar skärpta krav på energieffektivitet, där bland annat den 'sämsta' sjättedelen av samtliga EU länders fastigheter måste renoveras till 2030 med ett fokus på energieffektivitet. Vidare är närmare 40% av växthusgasutsläppen inom EU är hänförliga till byggnader och EU:s "green deal", vilket innebär att renoveringstakten i unionen måste fördubblas för att nå målet från parisavtalet beträffande energieffektivisering. Då en tredjedel av all värme i en fastighet försvinner genom fönster, så skapar detta en brådskande efterfrågan på Inwidos produkter. Vidare gynnas Inwido av högre energipriser, då det ytterligare stärker efterfrågan på deras energieffektiva fönsterlösningar. Sammantaget så existerar ekonomiska såväl som regulatoriska incitament för Inwidos produkter inom Europa segmentet som stärker företagets potential B2B och B2C.

Starka positioner på kärnmarknader

Inwido är Europas ledande fönsterkoncern med över 4700 anställda och 35 affärsenheter. De har en särskilt stark närvaro i Norden, där de är tydliga marknadsledare och de har en mycket stark närvaro i Storbritannien och Irland. Till följd av den starka positioneringen på den europeiska fönstermarknaden så kan det förväntas god marknadsmedvind i samband med att de regulatoriska incitamenten hänförliga till parisavtalet och EPBD tar skruv. Inwidos storlek

skapar även skalfördelar gentemot konkurrenter, och deras storlek och geografiska spridning genom sina förvärvade lokala företag är således deras differentieringsfördel.

Stabilitet över konjunkturcykler

Bolaget har aldrig haft ett olönsamt kvartal, och uppvisar även under lågkonjunkturer stabil orderingång. De senaste 15 åren har försäljningen varierat mellan 4,3 och 9,5 miljarder och samtidigt har vinstmarginalen enbart varierat med 4,4 procentenheter under samma period. Den goda resiliensen mot konjunkturedgångar är sannolikt hänförligt till en begränsad exponering mot nyproduktion.

Konsolidering med Inwido i fokus

Inwido har förvärvat över 50 bolag de senaste 25 åren, där över 30 av dessa var mellan 2005 och 2009 när bolaget var i en stark expansionsfas i Norden. Även om de inte förvärvar lika intensivt som tidigare till följd av att de uttalat vill fokusera mer på att stärka sin organiska tillväxt, förvärvar Inwido i snitt fortfarande ett bolag om året. Den europeiska fönstermarknaden är mycket fragmenterad med få aktörer av Inwidos storlek. De ständiga förvärven ger ökade synergieffekter där de exempelvis kan dra nytta av fler stora bulkinköp med bättre inköpspriser för råvaror. Inwidos förvärvsstrategi förankras säkert i en stadig finansiering som tar sitt uttryck genom en soliditet på 55,6% och en nettoskuld/EBITDA på 1,1, justerat för IFRS-16 0,7.



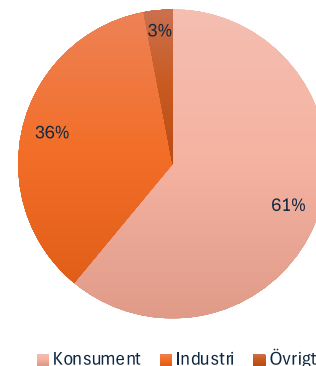
Investment Case

Risk och sammanfattning

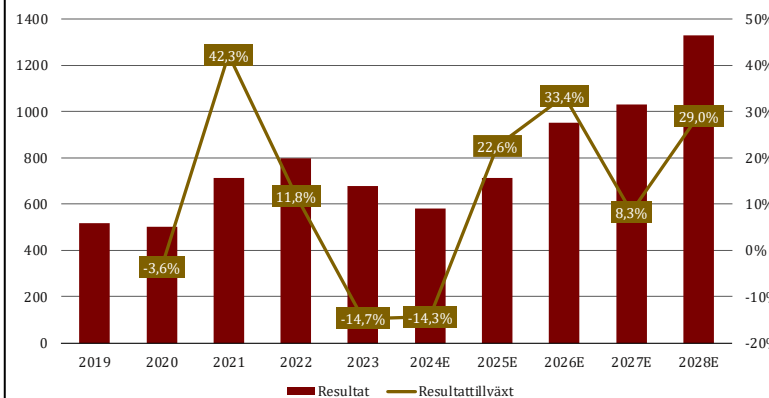
Inwido har en oerhört stark positionering på majoriteten av sina verksamhetsområden, och uppvisar stor potential till följd av växande regulatoriska och ekonomiska incitament inom B2B såväl B2C. Med en resiliens mot lågkonjunkturer, en kontinuerligt ökande marknadsandel till följd av strategiska förvärv på en fragmenterad marknad och en position som marknadsledare sätter dem i en god position att kapitalisera på marknadsmedvinden hänförlig till den gröna vågen.

Utöver de starka värdedrivrarna finner vi svagheter i en svag östeuropeisk marknad. Östeuropa har på senare tid varit Inwidos svagaste delsegment inom Europa, där det åskådats en halvering i marginaler under Q4 2024. Detta är främst hänförligt till låga volymer inom nybyggnation i segmentet. Den låga nybyggnationstrenden verkar dock ha bottnat ur, vilket redogörs för i en 10% ökning i orderingången under kvartalet. Vid Q4 slutet, var orderingången 26% högre än Q4 2023. Även om Östeuropas låga lönsamhet kvarstår, så förväntas en stark tillväxt i övriga delsegment som sannolikt åter upp detta. Bolaget värderas i dagsläget till ett P/E-tal på 22,3x, ett EV/EBIT på 15,7x och ett EV/EBITDA på 11x. Detta är de högsta de någonsin varit värderade, men trots det finner vi att de är relativt lågt värderade i jämförelse med peers. Bolaget har nyligen även uppvisat frukten av deras satsningar på organisk tillväxt, då under Q4 2024 så tilltog den organiska tillväxten i omsättning för första gången sedan 2022 är den huvudsakliga anledningen till en uppgång på 17% i aktiekursen sedan årskiftet 2024/2025. Vi tror således att Inwido, med sina underliggande styrkor och en fortsatt stark organisk tillväxt, har mer värde att leverera. Vi rekommenderar därför att **behålla** Inwido.

Fördelad omsättning efter kundbas



Earnings and Earnings growth (MSEK)



Affärsmodell

Inwido är Europas ledande fönsterkoncern vars affärsidé är att utveckla och sälja marknadens bästa kundanpassade fönster- och dörrlösningar, via en decentraliserad struktur och med fokus på den konsumentdrivna marknaden, för att långsiktigt växa hållbart, organiskt och genom förvärv. De är verksamma i 12 länder med totalt 34 enheter som utgör en decentraliserad struktur för att tillgodose de lokala behoven av fönster och dörrar på de olika geografiska marknaderna.

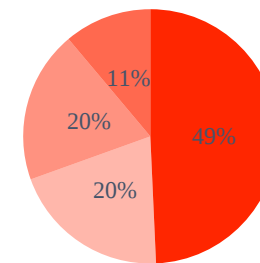
Bolagets största marknadsområden är Skandinavien, därefter Östeuropa och Västeuropa, därefter E-commerce. Detta görs genom segmenten konsument (61%) som består av mindre ordrar med kortare leveranstid och projekt (36%) som består av större ordrar med längre leveranstid. Detta beskrevs tidigare som konsument och industri. Skandinavien och Östeuropa där Finland ingår, har delvis mognat och har på senaste tiden haft en lägre tillväxt på grund av bland annat minskad nybyggnation, högre räntor och högre råvarupriser. Västeuropa och E-commerce har sett en större tillväxt där Västeuropa har gynnats av stora projekt samtidigt som E-commerce är en ny skalbar plattform som ser mycket potential. Historiskt har det bolaget påverkats av säsongsvariationer med ett svagare Q1 varje år.

Inwidos mål är att omsätta 20 miljarder kronor år 2030. De har ett lönsamhetsmål om att nå en avkastning på operativt kapital över 15 procent per år samt att bolagets nettoskuld i förhållande till operationell EBITDA ska, med undantag för tillfälliga avvikelser, ej ska överstiga 2,5 gånger. Detta vill de uppnå samtidigt som de ska betala en årlig utdelning motsvarande cirka 50 procent av nettovinsten. Vi anser att målet om 20 miljarder i omsättning 2030 är för ambitiöst och kommer bli svårt att nå, historiskt har omsättningstillväxten varit volatil och fluktuerat. Måtten om avkastning på operativt kapital och nettoskuld i förhållande till operationellt EBITDA är mer rimliga och har uppnåtts senaste åren.

Inwidos ägarstruktur visar att Swedbank Robur Fonder är största ägare med 9,68% av kapital och röster, följt av Fjärde AP-fonden (7,94%) och NN Group

N.V. (6,81%). Det är tydligt att institutionella investerare dominerar ägandet, vilket kan bidra till stabilitet men också innebära att bolaget styrs mer utifrån finansiella mål än entreprenörsanda. Familjen Eklund är den enda större privata ägaren (1,73%).

Sales Q4



■ Scandinavia ■ Eastern Europe
■ Western Europe ■ E-Commerce

Name	Num. of shares	Change	Capital	Votes	Verified
Swedbank Robur Fonder	5 610 650	10 386	9.68%	9.68%	2025-01-31
Fjärde AP-fonden	4 599 753		7.94%	7.94%	2025-01-29
NN Group N.V.	3 950 359		6.81%	6.81%	2024-12-31
Första AP-fonden	2 893 803	17 500	4.99%	4.99%	2025-01-29
Dimensional Fund Advisors	2 589 644	-5 950	4.47%	4.47%	2025-01-31
Capital Group	2 500 000		4.31%	4.31%	2024-12-31
Lannebo Kapitalförvaltning	2 336 980	-5 000	4.03%	4.03%	2025-01-29
Nordnet Pensionsförsäkring	1 339 540	-9 718	2.31%	2.31%	2025-01-29
ODIN Fonder	1 200 000		2.07%	2.07%	2025-01-31
Familjen Eklund	1 000 000		1.73%	1.73%	2025-01-29



Marknad och Konkurrens

Marknaden

Fragmenterad marknad

Den marknad där Inwido är verksam är starkt fragmenterad och består främst av små lokala företag. Organisk expansion över landsgränser har visat sig vara mindre effektiv än att förvärva lokala aktörer utomlands. Detta beror på att varje land har unika byggstandarder, regelverk och designpreferenser, vilket gör den lokala expertisen inom ledningen avgörande att behålla efter ett förvärv. Synergier inom koncernen är begränsade till Inwidos centrala inköp av råmaterial, vilket ger dem en starkare förhandlingsposition gentemot leverantörer. Inwidos andel av den europeiska fönstermarknaden växte från 2% till 3% mellan 2021–2022. Detta är främst hänförligt till förvärv i Västeuropa. Den mycket fragmenterade marknadskarakteristikan indikerar att marknaden inte har särskilt höga inträdesbarriärer, men det faktum att koncerner och bolag i Inwidos kaliber är så pass få indikerar expansion svårigheter till följd av skalbarhetsproblem.

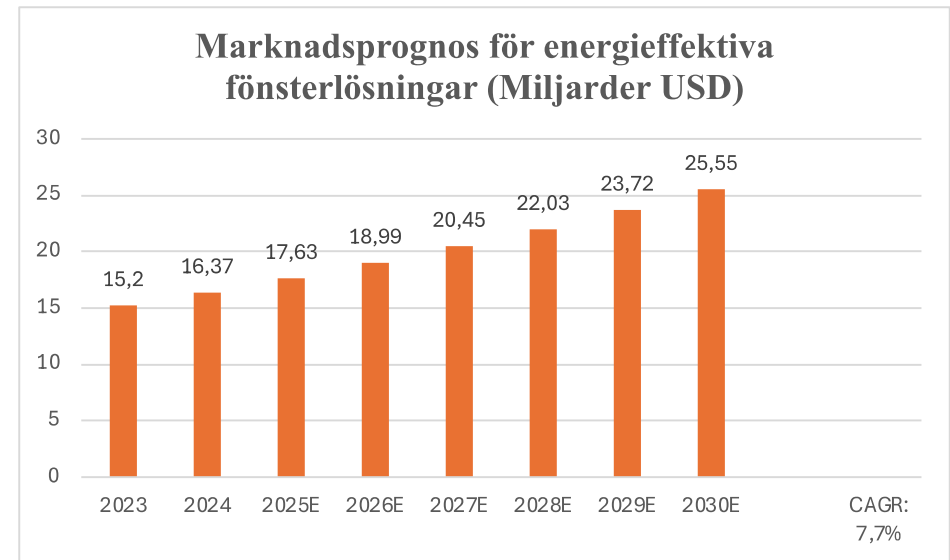
Hög efterfrågan på energibesparande renoveringar

Både kortsiktiga och långsiktiga faktorer kommer att driva en god marknadstillväxt. Kriget i Ukraina har lett till svajiga energipriser, vilket har gjort uppvärmning till en betydande kostnad för europeiska hushåll. Detta fungerar som en katalysator för konsumentmarknaden och skapar ekonomiska fördelar inom renoveringssektorn, där fönsteruppgradering är ett kostnadseffektivt alternativ. Historiskt sett har renoveringsutgifter varit starkt kopplade till bostadsmarknaden, vilket gör renoveringar mer attraktiva när bostadspriserna är höga – precis som de är nu. Dessutom har europeiska regler för byggnaders energieffektivitet och ljudisolering höjt kraven på fönster, vilket har lett till att dubbel- eller trippelglas blivit standard.

Prognos

Den europeiska fönstermarknaden förväntas växa med en CAGR på ca 4,5% till 2030E. Globalt estimeras den nischade marknaden för energieffektiva

fönsterlösningar att växa med en CAGR på 7,7%. Den CAGR som kommer tillfalla för den europeiska marknaden för detta kan antas vara desto högre till följd av regulatoriska krav på energieffektivitet från EU:s EPBD-regulationer såväl som parisavtalet.



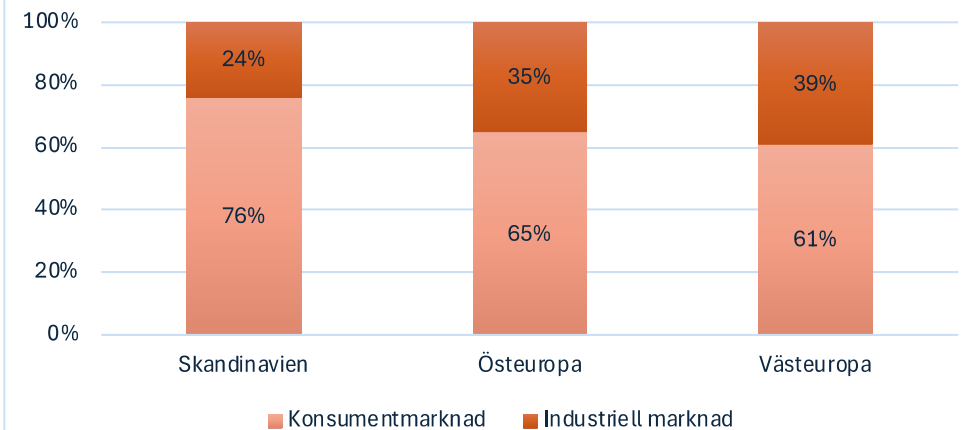
Marknad och Konkurrens

Inwidos positionering

Skandinavien står för 49% av Inwidos försäljning. Inwido är tydliga marknadsledare här och marknaden är relativt konsoliderad, främst till Inwidos fördel. I Sverige återfinns varumärkena Elitfönster, Vetlanda och Lenhovda som tillsammans står för 20% av Inwidos intäkter. Elitfönster är det starkaste av Inwidos varumärken som riktar sig mot energieffektivitet. Av Skandinavien totala intäkter så är 76% hänförliga till konsumentmarknaden och 24% till industrimarknaden. Finland tillhör inte Skandinavien, och segmenteras under Östeuropa. Finland är det land som inwido har starkast position i, främst till följd av affärsenheten Pihla Group som står för den främsta delen av intäkterna. Till det östeuropeiska segmentet tillhör även den polska affärsenheten Sokolka som nischer in sig på energieffektiva fönster. I Östeuropa så är 65% av intäkterna hänförliga till konsumentmarknaden och 35% till industriella marknaden, och segmentet bidrar med 20% av koncernens försäljning. I Storbritannien är Inwido en av de främsta aktörerna som driver på för en konsolidering på marknaden, och arbetar flitigt med förvärv här. Under 2023 förvärvades dotterbolaget Sidey Group från Skottland. Sidey Group är det marknadsledande företaget i Skottland med hänseende på renoveringar av allmännyttiga bostäder, och är Inwidos största förvärv hittills. I samband med detta förvärv under 2023, gick ett flertal stora aktörer i Storbritannien i konkurs vilket har lett till att Inwido har lett till att Inwido tagit över en stor andel av de upplösta marknadsandelarna, och Inwido är nu en stark marknadstväa i Storbritannien. I Irland finns också goda möjligheter till konsolidering, och Inwido driver på för detta även där. I Väst Europa så är 61% av intäkterna hänförliga till konsumentmarknaden och 39% till den industriella marknaden, och det geografiska segmentet står för 20% av intäkterna. Inwido som koncern har överlag många lokala dotterbolag, och i samtliga verksamhetsländer återfinns förvärvade bolag med expertis på energieffektiva fönster. Detta stärker deras möjligheter att kapitalisera på marknadsmedvinden ifrån detta ytterligare. I dagsläget kommer den väsentliga majoriteten av Inwidos intäkter av konsumentmarknaden, men marknadsmedvinden för energieffektiva fönsterlösningar lär sannolikt ändra förhållandet så att B2B

verksamheten växer framöver då det är just på den industriella marknaden som regleringarna från EPBD och parisavtalet främst kommer ta skruv.

Fördelning i intäkter per geografiskt affärsområde



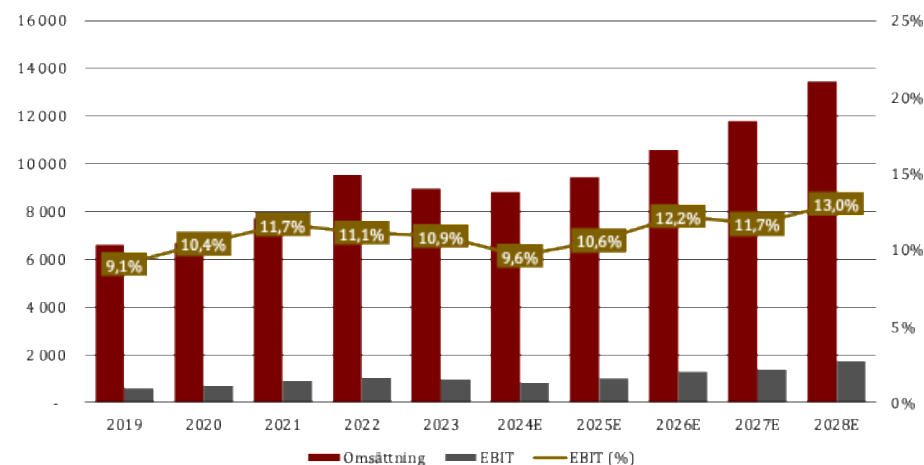
Värdering

Sammanfattad finansiell prestation

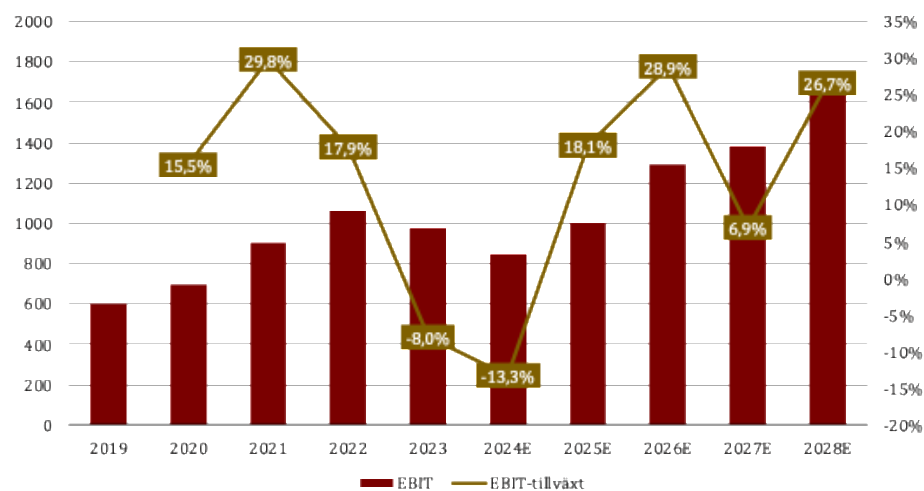
Inwido har visat en stabil finansiell utveckling, kännetecknad av en stadig omsättning och bibehållen lönsamhet. Trots utmaningar som inflation, höga räntor och geopolitiska spänningar har bolaget lyckats försvara sina marginaler. Balansräkningen är stark, med en nettoskuld i förhållande till operationell EBITDA på 1,1, (0,7 justerat för IFRS 16) gånger under 2023, vilket är väl under bolagets mål om högst 2,5 gånger. Denna låga skuldsättningsgrad ger Inwido finansiell flexibilitet för framtida investeringar och förvärv. Resultaträkningen visar på en stabil omsättning, även om rörelseresultatet har varit något volatilt på grund av marknadsförändringar som bl.a. nybyggnation, ränteförändringar och råvarupriser. Trots en svagare marknad inom nybyggnation i Sverige och Finland har Inwido lyckats bibehålla god lönsamhet, vilket understryker bolagets motståndskraft och anpassningsförmåga, bla av hållbarhetstrenden och att bygga mer energieffektiva byggnader, något som stärker den underliggande efterfrågan.

Med en stark balansräkning och tydliga tillväxtmål är Inwido väl positionerat för framtida expansion. Detta är till största del organiskt men även genom lokala förvärv för att snabbt etablera sig på nya lokala marknader. Denna konsekventa prestation, trots marknadsutmaningar, understryker Inwidos förmåga att anpassa sig och bibehålla sin.

Revenue, EBIT and EBIT Margin (MSEK)



EBIT and EBIT growth (MSEK)



Värdering

DCF Värdering

I DCF-värderingen beräknades en WACC på 10,7%. För denna använde vi oss av PWC:s senast publicerade riskfria ränta på en 10-årig statsobligation, på 2,23%. I beräkningen av WACC:en beräknades en Cost of Equity (CoE) på 11,51%, vilket baseras på en beta på 1,19 och en marknadsriskpremie (ERP) på 7,8%. Vi estimerar en omsättnings CAGR till 2030E på 12,1%, Vi estimerar detta något mer konservativt utifrån bolagets mål om 20 miljarder 2030. Vi estimerar en genomsnittlig EBIT-marginal på 11,7%, vilket är högre än genomsnittet historiskt. Detta estimeras baserat på den positiva trenden i hållbarhet i att göra byggnader mer miljövänliga. Genom DCF-värderingen estimerar vi en uppsida på 17,64% vid kursen 214,2kr

WACC	Change in Revenue						
	-4,5%	-3,0%	-1,5%	0%	1,5%	3,0%	4,5%
12,2%	-36%	-26%	-15%	-3%	9%	23%	37%
11,7%	-31%	-21%	-9%	3%	16%	31%	46%
11,2%	-27%	-15%	-3%	10%	24%	39%	56%
10,7%	-21%	-9%	4%	18%	33%	49%	66%
10,2%	-15%	-2%	12%	26%	42%	60%	78%
9,7%	-8%	6%	20%	36%	53%	72%	92%
9,2%	0%	15%	30%	48%	66%	86%	108%

WACC	Change in EBIT margin						
	-4,5%	-3,0%	-1,5%	0%	1,5%	3,0%	4,5%
12,2%	-41%	-28%	-16%	-3%	9%	22%	35%
11,7%	-37%	-24%	-10%	3%	16%	30%	43%
11,2%	-33%	-18%	-4%	10%	24%	38%	52%
10,7%	-28%	-12%	3%	18%	33%	48%	63%
10,2%	-22%	-6%	10%	26%	42%	59%	75%
9,7%	-15%	2%	19%	36%	53%	71%	88%
9,2%	-8%	10%	29%	48%	66%	85%	103%

Multipelvärdering

Peers har valts ut baserat på liknande branch, affärsmodell och geografi. T.ex att de har en stark koppling till hemmet. Jämförelsemåttet som framförallt kan analyseras är EV/EBITDA där Inwido uppvisar en uppsida på 12% i förhållande till sina peers.

Relativvärdering medelvärde (nutid, T)			
	P/E	EV/EBIT	EV/EBITDA
Byggmax	44,80	30,90	6,40
FM Mattsson	20,20	15,30	11,80
Lindab	49,80	27,50	11,90
Jeld Wen	-5,50	31,80	19,20
Nordic			
Waterproofing	25,60	18,30	11,80
Average	26,98	24,76	12,22
Inwido AB	22,52	15,80	10,99
Upside/downside	20%	63%	12%



Rekommendation

Sammanställning och rekommendation

Den tidigare analysen av Inwido under H1 2024 som producerades av UEAM motiverade en riktkurs från en DCF-värdering på 203 SEK. Denna kurs är nu uppnådd med råge. Trots detta, och rekordhöga värderingsmultiplar anser vi att Inwido fortfarande har ett större intrinsiskt värde än vad dagens kurs föreslår. Behovet för energieffektiva fönsterlösningar ökar, och detta i samband med stigande energipriser och goda tecken på en växande organisk verksamhet ifrån Inwido positionerar företaget att kapitalisera på den framtida europeiska fönstermarknaden. Svårigheten blir att avgöra hur mycket som redan är inprisat i dagens aktiepris. Vi anser att dagens höga kurs till stor del är hänförlig till den goda organiska tillväxten som tilltagit på senare, men en andel av företagets framtidsutsikter lär vara inprisade. Vi anser dock att nedsidan är begränsad till följd av företagets mycket goda fundamentaler såväl som en bevisad konjunktursresiliens. Sammanfattningsvis så rekommenderar vi dagsläget att **behålla** det nuvarande innehavet i Inwido, med en ny riktkurs på 252 SEK.

Revenue and Revenue growth (MSEK)

