



UPPDRAGSANALYS
26 februari 2020

Infrea

ANALYSGUIDEN

Innehållsförteckning

Sammanfattning	2
Om Infrea	3
Mark & Anläggning Vatten & Avlopp	
Analys	5
Värdering	8

Positionerade för resultattillväxt

Infrea fortsätter redovisa en imponerande tillväxt under det fjärde kvartalet 2019. Bolagets rörelseresultat kom in en bit under våra förväntningar. Genom strategiska förvärv inom lönsamma affärsområden finns goda möjligheter till rejäl resultattillväxt under 2020.

Industrikoncernens intäkter växte med 90 procent och steg till 239 MSEK (127) under fjärde kvartalet, samtidigt som rörelseresultatet förbättrades till 8,6 MSEK (4,5). Utfallet var lägre än våra prognoser både vad gäller omsättning och resultat. Affärsområdet Mark & Anläggning står nu för ungefär 80 procent av koncernens totala intäkter.

Infreas rörelseresultat summeras till 8,6 miljoner (4,5) under Q4 och 1,3 MSEK (neg) för helåret 2019. Mark & Anläggning redovisade ett rörelseresultat om 16,2 MSEK (9,7) under Q4 samt 31,2 MSEK (9,4) för 2019. Vatten & Avlopp belastades av engångskostnader om 2,5 miljoner kronor, vilket drog ned resultatet för hela gruppen. I takt med att Mark & Anläggning blir en allt större del av koncernen under 2020 prognostiserar vi en rejäl expansion av rörelseresultatet.

På grund av en svagare utveckling under sista kvartalet 2019 väljer vi att justera ned våra prognoser en aning för 2020. Vi beräknar fram ett motiverat värde om 30 kronor per aktie (tidigare 32,5). Således är uppsidan stor från dagens nivåer.

Datum: 28 februari 2020
Analytiker: Jonatan Andersson, Aktiespararna

Företagsnamn: Infrea AB
Lista: Nasdaq First North
Vd: Tony Andersson
Styrelseordförande: Urban Sturk
Marknadsvärde: 420 MSEK
Senast: 23:00 (28 feb 2020)
Kort om bolaget: Infrea är en industrigrupp verksamma inom infrastruktur och samhällsbyggnad. Bolaget bedriver produkter och tjänster inom två affärsområden. Mark & Anläggning samt Vatten & Avlopp.

Möjligheter och styrkor: Genom att vara en väldiversifierad Industrikoncern finns goda möjligheter till stark tillväxt. Lyckas man exekvera på sina tillgångar och lönsamma affärsområden finns en betydande potential till lönsamhetsförbättring.

Risker och svagheter: Bolaget har sedan sin notering stundtals haft svag lönsamhet. Blir de bolagsförvärv man genomfört inte tillräckligt lyckosamma finns utmaningar till fortsatt tillväxt och förbättrad lönsamhet.

	2019	2020	2021	2022
Intäkter	613	889	938	989
Ebitda	44	86	103	109
Ebitda marginal (%)	7,1%	9,7%	11,0%	11,0%
Ebit	8	46	67	75
Ebit marginal (%)	1,3%	5,2%	7,2%	7,6%
Eps	0,09	1,86	2,7	3,1
P/e	277 (ex.)	14x	9,6x	8,4x
Ev/ebit	65x	11x	7,8x	7x
Roe (%)	1,4%	7,5%	10,6%	11,2%

Om bolaget

Stockholmsbaserade Infrea grundades 2012 under namnet Grand Capital av en grupp erfarna entreprenörer med målet att bygga en industrigrupp som över en konjunkturcykel har en bibehållen stabilitet och väl diversifierad kundbas. Under 2017 omstrukturerades bolaget genom ett namnbyte till Infrea, liksom en ägarförändring. Det var ett skifte från att vara ett investmentbolag, till att bli en industrigrupp. Syftet var inte längre förvaltning av aktier, utan att utveckla och äga bolag. Infrea erbjuder idag produkter, tjänster och service inom infrastruktur och samhällsbyggnad. Strategin är att förvärva och utveckla onoterade bolag med en omsättning på mellan 50–300 miljoner kronor. Bolagen skall ha en tydlig affärsmodell med stark lokal närvaro. Genom ett flertal strategiska förvärv har bolaget skapat en geografisk närvaro i stora delar av mellan Sverige. Från 2017 har Infrea redovisat en imponerande omsättningstillväxt på över 30 procent per år. Den har uppnåtts genom en mix av organisk- och förvärvad tillväxt. Strategin genomförs inom koncernens två affärsområden, Mark & Anläggning samt Vatten & Avlopp.

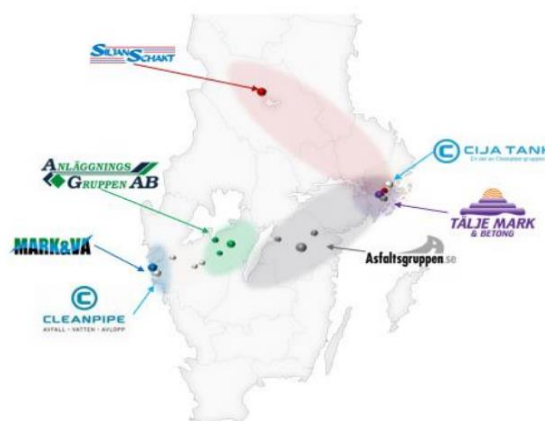
Mark & Anläggning

Asfaltsgruppen AB ägs till 100 procent av Infrea och har huvudkontor i Linköping. De är en ledande leverantör av asfaltsmassa och anläggningstjänster och verkar lokalt i regionen. Verksamheten är uppdelad i tre huvudsakliga affärsområden; 1) markarbeten, 2) asfaltsbeläggning och 3) asfaltstillverkning. Produktionen uppgår till cirka 180 000 ton asfaltsmassa per år. Asfaltsgruppen erbjuder tjänster inom markarbeten, grundläggnings och finplanering. Bolagets primära kunder utgörs av offentlig sektor med både statliga organisationer, kommuner och landsting som kunder, men här finns också privata fastighetsägare.

Tälje Mark AB är sedan sommaren 2019 ett helägt dotterbolag med lokal närvaro i södra Stor-Stockholm och Mälardalen. Bolaget erbjuder ett flertal tjänster inom mark och anläggning. Anläggningsgruppen i Skaraborg AB förvärvades under tidig höst 2019 och ingår i affärsområde Mark & Anläggningar från oktober. Bolaget är en väletablerad aktör inom mark och anläggning i Västra Götaland och skapar en stark geografisk bas i Mellansverige. Bolaget hade en omsättning 2018 på cirka 130 miljoner kronor, med en rörelsemarginal på 6,1 procent.

Mark & VA i Göteborg AB ingår från oktober 2019 och erbjuder kompletta tjänster inom mark och anläggningsarbeten, allt från planering och projektering, till byggledning och idrifttagning. Huvuddelen av uppdragen kommer från kommuner, byggentreprenörer, fastighetsägare och exploitörer. Arbetet omfattar schaktning, sprängning och pålning ända fram

Geografisk spridning - portföljbolagen



till finplanering av nya väg-, mark- och trädgårdsytor. Bolagets försäljning uppgick till cirka 80 miljoner kronor med en rörelsemarginal om 9,1 procent.

Siljan Schakt AB är det sista av de tre bolagen där Infrea fick tillträde under oktober 2019. Bolaget har sin hemmamarknad i Dalarna men är etablerad i stora delar av Mellansverige. Bolaget omsatte över 120 MSEK under verksamhetsåret 2018 med ett rörelseresultat om cirka 9,4 MSEK. Bolaget erbjuder tjänster inom mark och anläggning samt vatten & avlopp. Siljan Schakt har dessutom en av de större privata maskinparkerna i Dalarna.

Vatten & Avlopp

Inom affärsområdet Vatten & Avlopp ingår Cleanpipe AB. Bolaget är ett komplett servicebolag med jourverksamhet och servicearbeten på röranläggningar. I verksamheten ingår bland annat rörinspektioner, slamsugning, infodring av ledningar och transporter av restvatten och farligt avfall. Cleanpipe har en samlad fordonsflotta som uppgår till ungefär 100 bilar med olika inriktning. Bolagets huvudkontor finns i Göteborg och kunderna är både kommuner, privata aktörer och industrier. Affärsområdet omsatte drygt 200 MSEK med ett negativt rörelseresultat på 8,9 miljoner kronor under 2018.

Analys

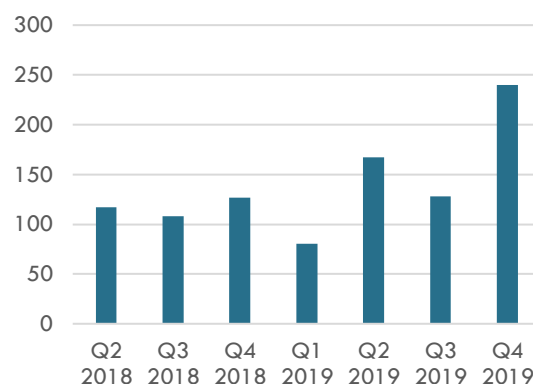
Stark försäljningstillväxt

Infreas totala intäkter uppgick till cirka 240 miljoner SEK under det fjärde kvartalet, en ökning från 127 miljoner SEK under Q4 2018, en imponerande tillväxt, men en bit under våra högt ställda förväntningar om en omsättning över 300 MSEK. Tillväxten kan hänföras till bolagets tre förvärv inom Mark & Anläggning som bidrog med ungefär 125 miljoner kronor, det resulterar i en negativ organisk tillväxt för koncernen, exkluderat de tre förvärven. Något vi inte hade med i våra prognoser. Vi förväntade oss en organisk tillväxt samt ett starkare bidrag från de tre bolagsförvärven. Infrea nämner att en del temporära variationer inom M&A är orsaken till en negativ organisk tillväxt. Det andra affärsområdet Vatten & Avlopp minskar omsättningen med cirka 10 procent, till 51 MSEK (55).

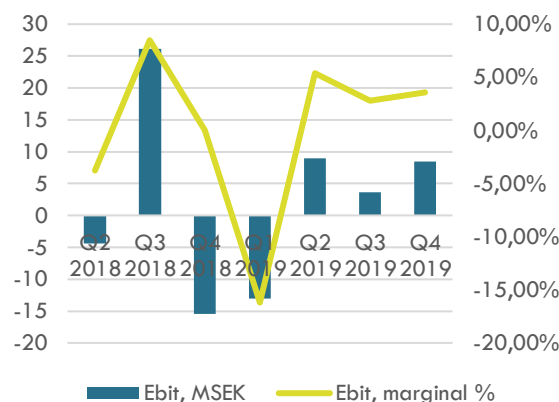
Resultatet förbättras

Koncernens rörelseresultat för kvartalet ökade från 4,5 miljoner 2018, till 8,6 miljoner 2019, en imponerande tillväxt om höga 90 procent. Rörelsemarginalen blev således 3,6 procent, i linje med samma kvartal året innan justerat för avyttringen av affärsområdet Brandskydd. Den höga tillväxten i siffror hänförs till de tre bolagsförvärven inom det lönsamma affärsområdet M&A. Resultatet i kvartalet är belastat av engångskostnader om 2,5 MSEK relaterat till omstruktureringar inom Vatten & Avlopp.

Koncernens omsättning (MSEK)



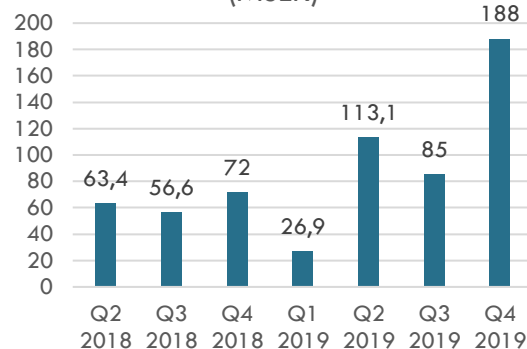
Koncernnivå, Ebit (MSEK)



Mark & Anläggning

Bolagets största affärsområde Mark & Anläggning står i kvartalet för cirka 78 procent av koncernen totala intäkter, i linje med våra förväntningar, samtidigt redovisar affärsområdet ett rörelseresultat om cirka 16,2 MSEK (9,7) med en rörelsemarginal om 8,6 procent, ned från 13,5 procent året innan. Detta förklarar man genom en svag inledning i Q4 av bolagets tre förvärv, samt lägre aktivitet i bolagets ena dotterbolag. Rörelseresultatet före av- och nedskrivningar förbättrades med motsvarande siffror. Infreas Vd är tydlig med att det är ett flertal säsongshändelser, så som väder påverkan, på verkade marginalen negativt under kvartalet. Vi bedömer att dessa händelser inte är något som på verkar den långsiktiga lönsamheten för affärsområdet. Vi bedömer att affärsområdet kommer ha en underliggande organisk tillväxt om låga ensiffriga tal, men där den totala omsättningen förväntas växa till cirka 725 miljoner SEK för 2020. Vi förväntar oss en förbättrad rörelsemarginal för hela affärsområdet under 2020, till drygt 8 procent (7,6).

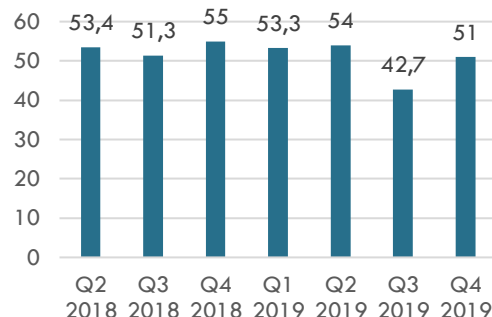
Mark & Anläggning, Omsättning (MSEK)



Vatten & Avlopp

Omsättningen för Infreas andra affärsområde Vatten & Avlopp minskade med cirka 3 miljoner kronor, samtidigt som rörelseresultatet minskades till negativt 3,1 miljoner. På den positiva sidan ser vi att EBITDA-marginalen förbättrades till 5,8 procent, från 2,4 procent föregående år. Detta förklarar genom en minskning av fasta kostnader inom affärsområdet, vilket är glädjande på lång sikt. Rörelseresultatet belastas av engångskostnader om totalt 2,5 MSEK under det fjärde kvartalet, det resulterade i ett minskat rörelseresultat mot föregående år, exkluderat för dessa engångskostnader förbättrades rörelseresultat från -2 MSEK till -1 MSEK. Vi bedömer att bolaget fortsätter arbeta strukturerat med att åtgärda problematiska områden inom Vatten & Avlopp, något som är viktigt för den totala lönsamheten för Infrea koncernen. Vi prognostiserar att Vatten & Avlopp inte kommer redovisa någon omsättningstillväxt under 2020, men vi förväntar oss ett kraftigt förbättrat rörelseresultat under andra halvåret, något som kommer gynna koncernens totala lönsamhet betydande.

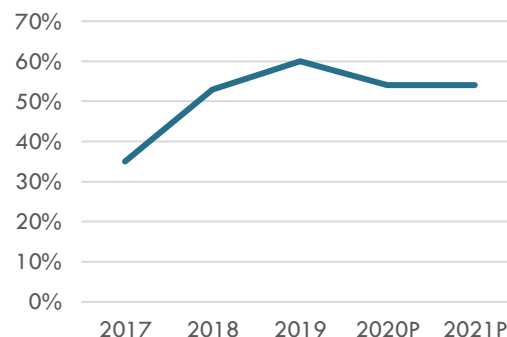
Vatten & Avlopp, Omsättning (MSEK)



Förvärvsutrymme

Infrea har fortsatt en oerhört stark balansräkning med hög soliditet. Det gör att vi ser fortsatta möjligheter för industrigruppen att göra fler strategiska förvärv för att driva på tillväxten. Likt många av sina förvärvsintensiva konkurrenter kan Infrea dra nytta av de multipelarbitrage som kan uppstå genom att förvärva onoterade bolag till gynnsamma multiplar för att sedan äga dem i en noterad miljö. Vi räknar med att Infrea kommer göra ett antal förvärv under året, men något vi inte väljer att inkludera i våra prognoser.

Soliditet %



Förändrad ägarbild

Bolagets ägarbild har förändrats sedan vår grundanalys. Byggmästare Anders J Ahlström Invest AB köpte under kvartalet en post om ca 18 procent av de utestående aktierna. Vi ser det som ett styrketecken att ett välrenommerat investmentbolag väljer att ta en sådan stor position i Infrea. Byggmästare Ahlström tar en plats i styrelsen och vi förväntar oss att investmentbolaget kommer bidra med betydande kompetens inom främst M&A och bolagsstyrning.

Nedan redovisas bolagets aktieägare;

Ägare	Antal Aktier	Kapitalandel, %	Röstandel, %
Lindeblad Technology AB	3 009 025	18	18
Byggmästare Anders J Ahlström Invest AB	3 000 000	17,9	17,9
Broholmen Invest AB	1 019 120	6,1	6,1
Gennaker AB	980 869	5,9	5,9
Dag Sundman	646 823	3,9	3,9
Falisk Invest AB	533 679	3,2	3,2
Ponytail AB	442 147	2,6	2,6
Norndet Pensionsförsäkringar	409 711	2,6	2,6
Actorius AB	343 430	2,4	2,4
Zepiroth AB		2,1	2,1
Övriga Aktieägare	5 916 462	35,4	35,4
Totalt antal aktier	16 734 610	100	100,0

Värdering

Utfall mot prognos för 2019

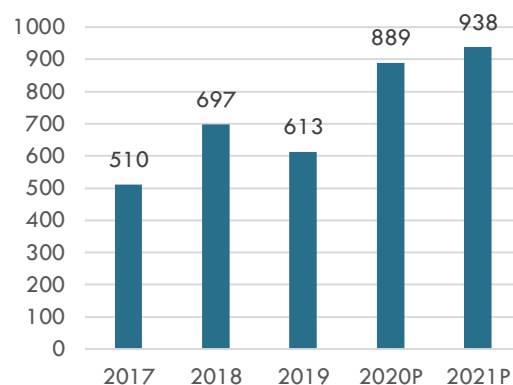
Det fjärde kvartalets försäljningstillväxt var klart lägre än våra förväntningar. Vår ökning för helåret på ca -1 procent, blev -12 procent. Det visar på de utmaningar som finns med att kortsiktigt prognostisera betydande bolagsförvärv. Vi prognostiserade ett EBITDA-resultat om 54 MSEK, utfallet blev 43,5 miljoner kronor. Vi förväntade oss en EBITDA-marginal om 7,8 procent, utfallet blev 7,1 procent. Den största differensen mot våra prognoser var rörelseresultatet. Vi förväntade oss ett rörelseresultat på drygt 20 MSEK, där utfallet blev 8,1 miljoner kronor, inkluderat engångskostnader.

Prognos 2020–2021

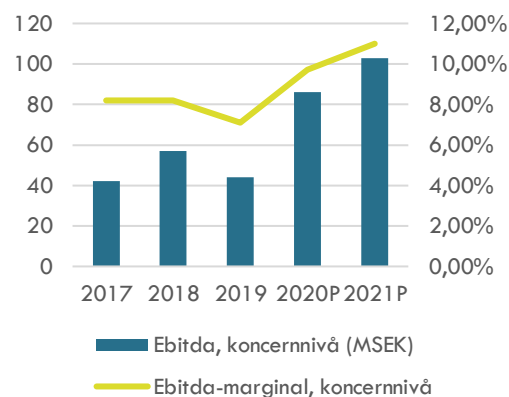
Genom att inkludera hela räkenskaperna av de tre bolagsförvärven som gjordes under H2 2019, samt det ökade ägandet av Asfaltsgruppen, vilket nu ägs till 100 procent av Infrea, prognostiserar vi en fortsatt hög omsättningstillväxt under 2020. Vi justerar däremot ned förväntan en aning. Vi bedömer nu att Infrea kommer omsätta drygt 890 MSEK (614) med ett rörelseresultat om 46 MSEK (8). Vi bedömer att den långsiktiga tillväxten inte påverkas av det svagare utfallet i kvartal fyra. Det ska ta i beaktande att vi inte prognostiserar med betydande förvärv.

Vi bedömer att bolaget kommer fortsätta förbättra sitt rörelseresultat kraftigt under 2020. Vi förväntar oss ett rörelseresultat som uppgår till 46 MSEK med en rörelsemarginal om 5,2 procent. Marginalen före avskrivningar, EBITDA, estimerar vi stiger till 9,7 procent, drivet av den starka tillväxten inom Mark & Anläggning. Vi förväntar oss att det första belastas av fortsatta omstruktureringskostnader för affärsområdet Vatten & Avlopp, men något mindre än under Q4 2019. Under andra halvåret 2020 förväntar vi oss att båda Affärsområdena redovisar betryckande marginaler.

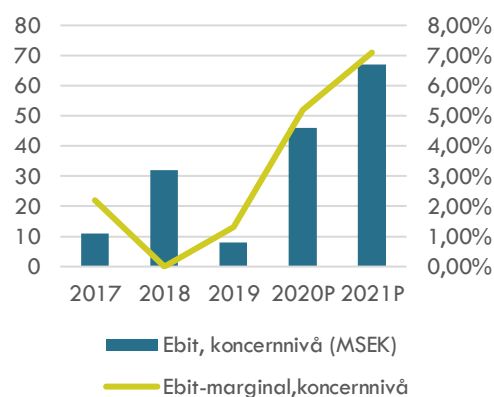
Omsättningsprognoser, koncernnivå (MSEK)



Ebitda, koncernnivå



Ebit, koncernnivå



Avkastningskrav

Vi gör ett par mindre förändringar som på verkar Infreas WACC. Vi sänker den Riskfriaräntan till 0,9 procent under 2020 som stegvis stiger till 2 procent under evighetsåret, 2023. Vi korrigerar riskpremium för bolaget till 6,4 procent baserat på PWC riktlinjer för småbolag på den nordiska aktiemarknaden.

Sammanfattningsvis höjs Infreas WACC till 8,19 procent.

Motiverat värde

Vår värdering är mer optimistisk än dagens marknadsvärde. Infreas förvärv kommer resultera i stark omsättning- och resultat tillväxt under 2020. Fokuseringen på det lönsamma affärsområdet inom Mark & Anläggning förväntas höja koncernens rörelseresultat kraftigt under innevarande år.

Vi bedömer att Infrea handlas till en rabatt mot jämförbara peers för 2020 års prognoser. Vi anser det är motiverat att bolaget ska handlas till en rabatt, med tanke på att bolaget är förhållandevis litet i termer av bolagsstorlek. Med det sagt anser vi att rabatten är för stor givet den förväntade tillväxten vi estimerar att Infrea kommer redovisa under 2020.

	P/E 2020P	EV/EBIT 2020P	P/S 2020P
Infrea	14x	11x	0,5x
Instalco	18x	12x	1x
Bravida	17,5x	14x	0,9x

Jämförbara peers;

Med antaganden ovan får vi fram ett motiverat värde på ungefär 30 kronor per aktie, vilket ger ett p/e-tal 2020 på ungefär 14 och en EV/EBIT på ca 11, vilket är lägre än jämförelsegruppen. Det är något lägre än vad vår initiala analys indikerade. Vi ser att vi behöver bli övertygande om att det svagare fjärde kvartalet under 2019 var en engångshändelse. Lyckas Infrea uppnå den prognostiserade tillväxten och en förbättrad lönsamhet finns betydande uppsida i bolagets aktie under kommande 12 månader.

DCF	
Wacc	8,19%
CAGR, 2020-2023	14,80%
Tillväxt, evighetsvärde	3,00%
Riskjusterad Beta	1,28
Riskpremie	6,40%
Värde av eget kapital	509 MSEK
Antal Aktier	16,7 M
Värde per aktie	30 kr

Ansvarig analytiker: Jonatan Andersson (+46 70 50 80 051)

Disclaimer

Aktiespararna, www.aktiespararna.se, publicerar analyser om bolag som sammanställts med hjälp av källor som bedömts tillförlitliga. Aktiespararna kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något finansiellt instrument. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren.

Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal med Aktiespararna. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning. Aktiespararna har i övrigt inget ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Aktiespararna har rutiner för hantering av intressekonflikter, vilket säkerställer objektivitet och oberoende.

Innehållet får kopieras, reproduceras och distribueras. Aktiespararna kan dock inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys. Investeringar i finansiella instrument ger möjligheter till värdestegringar och vinster. Alla sådana investeringar är också förenade med risker. Riskerna varierar mellan olika typer av finansiella instrument och kombinationer av dessa. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Analytikern Jonatan Andersson äger inte och får heller inte äga inte aktier i det analyserade bolaget.