

INFRACOM

Analys

11 januari, 2022

IT-infrastrukturbolaget Infracom har lyckats växa genom förvärv på en mogen marknad. Bolaget avser att expandera inom Europa. Är aktien köpvärd?



Bilden föreställer en av Infracoms datahallar. Här förvarar och drifftar bolaget kundernas servrar. Foto: Infracom

Infracom	
Börskurs: 25,60 kr	Antal aktier: 31,1 m
Börsvärde: 797 Mkr	Nettoskuld: 28 Mkr
VD: Bo Kjellberg	Ordförande: Oskar Säfström

Infracom (**25,6 kr**) levererar IT-infrastruktur till företag. På rullande tolv månader landade omsättningen på drygt 260 Mkr. Största ägare är VD och grundare Bo Kjellberg, som äger 60% av bolaget. Näst största ägare är styrelseordförande Oskar Säfström med drygt 5%.

Affärsvärldens huvudscenario	2020	2021E	2022E	2023E
Omsättning	226	274	290	296
- Tillväxt	+19,2%	+21,3%	+6,0%	+2,0%
Rörelseresultat	30	59	61	61
- Rörelsemarginal	13,2%	21,5%	21,0%	20,5%
Resultat efter skatt	19	44	46	46
Vinst per aktie	0,61	1,41	1,48	1,48
Utdelning per aktie	0,50	0,80	0,80	0,80

Direktavkastning	2,0%	3,1%	3,1%	3,1%
Avkastning på eget kapital	15%	27%	23%	21%
Avkastning på operativt kapital	100%+	100%+	100%+	100%+
Nettoskuld/EBIT	-0,2	0,1	-0,3	-0,6
P/E	41,7	18,2	17,3	17,3
EV/EBIT	27,5	14,0	13,5	13,6
EV/Sales	3,6	3,0	2,8	2,8
Kommentar: Tillväxten 2021 drivs av förvärven genomförda under 2021. Rörelsemarginalen för 2020 är redovisas enligt K3. Från och med 2021 redovisar bolaget enligt IFRS. Ebit-marginalen justerad för goodwill-avskrivningar landade på 21,4%.				

VERKSAMHET

Infracom grundades 1999 av VD Bo Kjellberg. Bolaget levererar lösningar inom telefoni, bredband samt IT som tjänst. Verksamheten är organiserad i två segment; Communications och Managed Services. Inom Communications levereras telefonilösningar. Här har Infracom en egenutvecklad tjänst vid namn **Infinity**. Genom tjänsten kan kunderna koppla samman en mängd hård- och mjukvara för att sköta telefonin. Det går även att koppla populära Microsoft Teams, som är en video- och chattplattform för företag. Bolaget har bland annat svenska Sinch på kundlistan. Sinch använder Infinityplattformen för att sköta sin globala kundtjänst. Konkurrenter är främst Telavox och Mitele som också har utvecklat en egen tjänst för telefoni. Bolagets produkter säljs både direkt mot kund och via så kallade white-label-aktörer, som använder Infracoms mjukvara men paketerar lösningen som sin egen. Affärsområdet Networks ingår också i segmentet Communications. Här är företaget en så kallad Internet Service Provider (ISP). Det handlar kort och gott om att erbjuda bredband till kunderna. Här konkurrerar bolaget med de stora aktörerna som Telia samt mindre aktörer som Bahnhof och Bredband2. Inom segmentet Managed Services erbjuder bolaget IT-service. Kunderna outsourcar hela eller delar av IT-ansvaret till Infracom. Det innefattar hjälp med bland annat serverdrift, applikationsstöd och liknande. Kort och gott hjälper Infracom till med eventuella IT-problem.

FÖRVÄRV

Infracom verkar på en mogen marknad med låg tillväxt. Det gör att tillväxt främst nås genom konsolidering. Genom drygt 14 förvärv har bolaget lyckats växa med drygt 18% i genomsnitt sedan noteringen 2018. Målsättningen är att växa 15-20% per år, främst genom förvärv. I senaste Q3-rapporten menar Kjellberg att förvärvsmarknaden är het och att potentiella förvärvsobjekt ofta är ute efter en prisbild över det historiska snittet. Detta kan innebära ett problem vad gäller genomförandet av ledningens förvärvsplaner. Intrycket är att VD Bo Kjellberg ogärna betalar för mycket. Historiskt har prislappen legat kring 4-6x Ebitda. Det är relativt billigt. Ett tydligt styrketecken är att Infracom har lyckats bibehålla koncernmarginalen på 20% trots alla förvärv. Det betyder vidare att Infracoms bolagsköp ger en hög avkastning på det investerade kapitalet. Framåt tror vi att bolaget kommer att rikta in sig på större förvärv. Det är ett naturligt steg för företag som växt sig större. VD Kjellberg är även tydlig med att de har för avsikt att växa i Europa. Kanske främst inom telefoni. Här krävs förvärv av ett större och välskött plattformsbolag för att få en god start på internationaliseringen. Dessa två ting kan göra att marginalerna pressas. Ledningen har däremot varit skickliga på att förbättra marginalerna i de förvärvade verksamheterna historiskt. Ett större plattformsförvärv kommer sannolikt att vara relativt dyrt. Speciellt i jämförelse med bolagets historiska multiplar. Här måste sannolikt bolagets VD bestämma sig för att slanta upp för att tankarna kring en europeisk lansering ska förverkligas.

VALLGRAVAR

Ledningen anser att den egenutvecklade telefoniplattformen är en konkurrensfördel. Det gör att bolaget kan göra kundanpassningar, vilket tredje parts-leverantörer har desto svårare att göra. Samtidigt vill man minimera dessa anpassningar och företaget har tredjepartsleverantörer som säljer produkten å bolagets räkning. Ytterligare ett plus är att Infracom kan erbjuda ett paket med telefoni, bredband och it-tjänst. Detta menar Infracom att de är relativt ensamma om att kunna göra. Slutligen bör det finnas inlåsnings effekter som grundas på att det är struligt att byta leverantör. Bolaget presenterar dock inga siffror på kundtapp (churn). Samtidigt handlar det om ett tjänsteutbud som i stor mån är standardiserat. Detta brukar leda till prispress, det är dock inget som har materialiserats ännu. Dock tror vi att bristen på differentiering kan pressa marginalerna på sikt.

NORMAL LÖNSAMHET

Infracom har uppvisat en stadig rörelsemarginal sedan start. Sedan bolaget lämnade K3 och började redovisa enligt IFRS i början på 2021 har rörelsemarginalen snittat strax över 20%. Innan dess låg Ebitda-marginalen strax över 20%. Vidare är intäkterna i hög grad repetitiva och kontrakten är långa, mellan 2-3

år. Det borgar för stabilitet. I huvudscenariot räknar vi med att Infracom lyckas behålla dessa marginaler. Som tidigare nämnt finns det risk för prispress eller att ett större förvärv sänker marginalerna på sikt.

VÄRDERING

Aktien har gått starkt och är upp drygt 50% det senaste året. För 2021 ligger värderingen kring EV/Ebit 14x vilket innebär en viss uppvärdering. **Tidigare har vi kunnat räkna hem aktien** med en EV/Ebit-multipel kring 11x. Vad är då en långsiktigt rimlig multipel för Infracom? Affären är i grunden stabil och långt ifrån cyklisk. Tjänsterna som erbjuds är bland de sista som sägs upp innan ett företag klappar igen. Vidare har Infracom en framgångsrik förvärvshistorik i ryggen. Båda dessa aspekter talar för en hög multipel. I den negativa vågskålen ligger brist på konkurrensfördelar och låg organisk tillväxt. Afv tror att Infracom, givet bibehållen lönsamhet och fortsatta förvärv (som vi inte skissar på analysen) kan komma att värderas till EV/Ebit 14x i slutet på analysperioden. Jämförelsebolag som Bahnhof och Bredband2 värderas exempelvis till EV/Ebit 20x för 2021. Det är en bra bit över Infracoms värdering. Den stora skillnaden är dock att konkurrenterna växer betydligt snabbare organiskt.

Bolag	Avkastning 1 år %	P/E 2022E	EV/Ebit 2022E	EV/Sales 2022E	Ebit- marginal 2022E %	Årlig tillväxt 2021-2023 %
Infracom	55,8	17,3	12,8	2,6	20,6	15,4 (inkluderar förvärv)
Bahnhof	14,8	24,3	17,6	2,2	12,5	8,9
Bredband2	5,4	16,5	15,6	1,3	8,5	7,4
Genomsnitt	25,3	20,4	15,3	2,1	13,9	10,6

SLUTSATS

Infracom har framgångsrikt växt genom förvärv historiskt och marknaden har värderat upp bolaget. Vi tror inte på att någon större multipel- eller marginalexpansion ligger i korten. Det är snarare bolagets förvärvsagenda som kommer att driva värdeskapande framöver. Allt som allt tror vi inte att det är fel att äga aktien. Vi landar dock i ett neutralt råd. [infogram id="_/OUzb3XenqdgwuNZh7SQu" prefix="9rO" format="interactive" title="Infracom Neutral Jan 22"]

Tio största ägare i Infracom	Värde (Mkr)	Kapital	Röster
Bo Kjellberg	462	58,7%	58,7%
Oskar Säfström	43	5,4%	5,4%
Alcur Fonder	42	5,4%	5,4%
Avanza Pension	30	3,8%	3,8%
FE Fonder	28	3,6%	3,6%
Jens Larsson	24	3,0%	3,0%
Sune Tholin	16	2,1%	2,1%
Nordea Liv & Pension	8	1,0%	1,0%
Sven-Erik Nowicki	7	0,9%	0,9%
Magnus Daneli	6	0,7%	0,7%
Källa: Holdings			

Denna PDF finns tillgänglig hos Spotlight Stock Market genom ett samarbete med Affärsvärlden, där analysen tidigare publicerats för analystjänstens prenumeranter. Analysen i original inklusive kursdiagram och annan grafik nås via länken nedan.

<https://www.affarsvarlden.se/analys/infracom-sneglar-mot-europa>