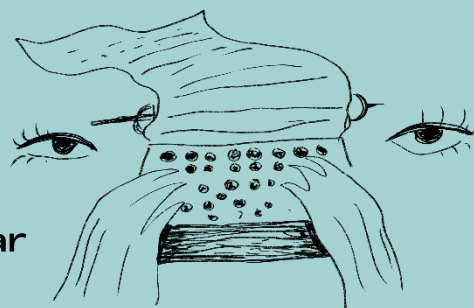


# Infracom

## Bortglömd förvärvsmaskin till låga multiplar



Infracom är en komplett leverantör av digitala telefoni-, IT-, och nätverkstjänster. Bolaget levererar endast till andra företag samt organisationer och försäljningen är således renodlat B2B.

Infracoms kunder är främst små till medelstora bolag, men det har också större kunder och organisationer. Tillväxt drivare framöver är att knyta till sig större kunder och expandera på den nordeuropeiska marknaden. Kundernas avtal med Infracom är ofta långa, vanligtvis 36 månader. Detta leder till att majoriteten av intäkterna är återkommande och bidrar till stabila kassaflöden.

Målsättningen är att växa omsättningen 15-20 % årligen, vilket bolaget också gjort historiskt. Vidare ska lönsamhet prioriteras framför högre tillväxt och målet är en EBIT-marginal om 15-20%. Infracom har en uttalad förvävsstrategi, där bolag förvärvas och integreras i den befintliga verksamheten. Majoriteten av tillväxten numera kommer från förvärv, då den organiska tillväxten har varit låg de senaste åren.

Vi bedömer Infracom som ett stabilt och välskött kvalitetsbolag med god historisk tillväxt och lönsamhet. Vi gillar det höga insiderägandet i kombination med de återkommande intäkterna från de konjunkturokänsliga produkterna och tjänsterna. Vi ser en uppsida i aktien på cirka 60 % utifrån vårt huvudscenario på 2025E, vilket ger en CAGR om cirka 17 %.

### Fakta

VD	Bo Kjellberg
Lista	Spotlight
Ticker	ŠINFRA
Aktiekurs	28,3 SEK
Börsvärde	909,5 MSEK
Insiderägande	63,2 %



### Finansiella mål

Omsättningstillväxt	15-20 % årligen
EBIT-marginal	15-20 %
Nettoskuld/EBITDA	Under 2,5x
Utdelningspolicy	50 % av årets resultat
Tillväxt ska ske genom organisk och förvärvad tillväxt	
Lönsamhet i enlighet med målen prioriteras framför högre tillväxt	



## Innehållsförteckning

Key Insights.....	3
Historik.....	4
Finansiell historik.....	4
Affär.....	5
Produktsegment.....	6
Communications.....	7
Managed Services + Networks.....	8
Förvärv.....	9
Marknad.....	11
Trender och marknadsförändringar.....	12
Konkurrenter.....	14
Konkurrensfördelar.....	14
Finansiell ställning.....	15
Risker.....	16
Nuläge och outlook.....	17
Styrelse.....	18
Ägarbild.....	19
Insiderägande.....	19
Värdering.....	20
Estimat.....	21
Källor.....	23
Disclaimer.....	23

## Key Insights



### Konjunkturokänsligt

Vi anser att Infracoms verksamhet är konjunkturokänslig. Bolaget har inte påverkats finansiellt varken av lågkonjunktur eller omvärldskriser historiskt.



### Återkommande intäkter

Infracom har en hög andel återkommande intäkter genom långa avtal, vilket leder till stabila kassaflöden.



### Tillväxt

Infracom har uppvisat stabil tillväxt med en fin historik av förvärv. Kombinationen av en erfaren ledning och en stark finansiell ställning gör att vi tror att förvärvsresan kommer att fortsätta framåt.

*"Vårt mål är att förflytta oss från ett nischbolag inom telefoni, IT-drift och nät, till ett bolag som erbjuder integrerade helhetstjänster inom Digital Arbetsplats. Vi är en av få aktörer på den svenska marknaden som klarar av detta då vi har en bred produktportfölj och en djup teknisk kompetens."*

- Bo Kjellberg, VD Infracom

## Investeringscase

- Högt insiderägande
- Hög andel återkommande intäkter med långa avtal
- Konjunkturokänsligt
- Starka kassaflöden
- Erfaren ledning
- Fin historik av förvärv
- Stark finansiell ställning
- Förvärv och expansion öppnar för vidare tillväxt
- Låg kundspecifik risk
- "Need-to-have"-produkt

## Historik

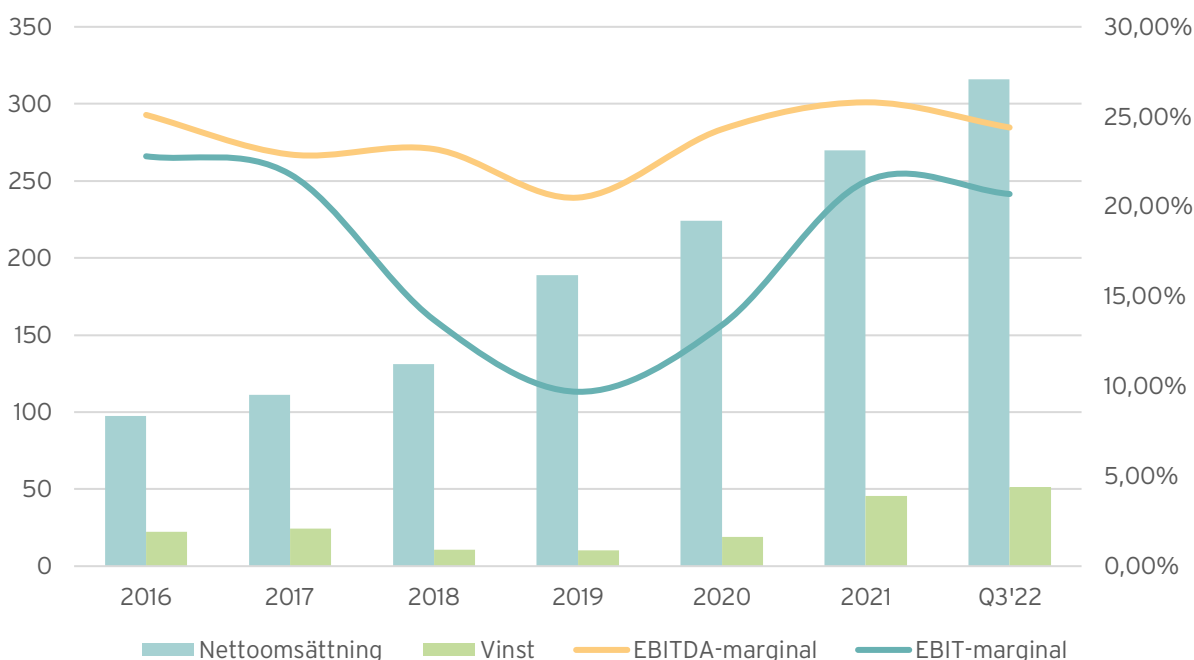
Verksamheten startades 1999 av Bo Kjellberg när han återvände till Sverige efter att ha arbetat och utbildat sig i USA. Kjellberg är fortfarande VD och majoritetsägare i koncernen. Själva koncernen Infracom bildades 2017 och listning skedde på Spotlight Stock Market 2018.

Koncernen har en historik av organisk tillväxt, men tillväxten har skett främst genom strategiska förvärv som integrerats i den befintliga verksamheten. Utmärkande för Infracom är de egenutvecklade tekniska lösningarna samt IT-drift i egna datahallar. Detta är grunden till Infracoms lönsamhet och deras skalbara affärsmodell.

Under 2020 genomförde Infracom namnändringar på flera dotterbolag och marknadsför sig numera under det gemensamma namnet Infracom inom två affärsområden; Communications, Managed Services + Networks. Försäljningen sker nu direkt mot små- till medelstora företag samt via återförsäljare och partners.

## Finansiell historik

De senaste fem åren har omsättningen ökat 23,2 % i snitt årligen och nettoomsättningen per aktie med 18,1 %. Vinsten och vinst per aktie har ökat med 12 % årligen under samma tidsperiod. Nedan väljer vi att visa EBITDA- och EBIT-marginalen för att få en mer rättvisande bild över marginalutvecklingen. Tidigare redovisade bolaget enligt K3 där avskrivningar av goodwill påverkade EBIT-marginalen negativt, vilket inte längre är fallet efter övergången till IFRS. EBITDA-marginalen (EBIT-marginalen justerat för ned- och avskrivningar) visar att bolaget legat på en stabil marginal över 20 %.

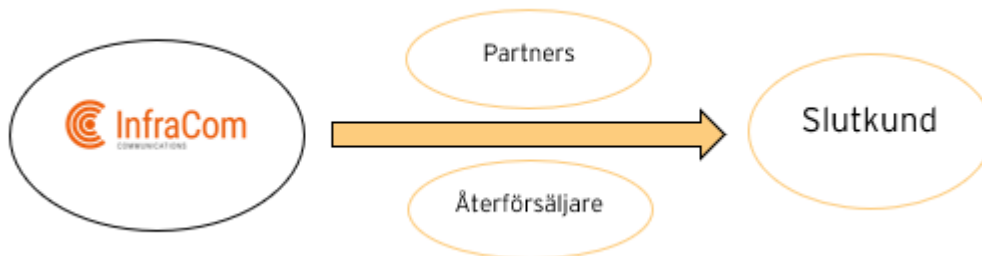


## Affär

Infracom äger, driver och utvecklar tjänster inom molnbaserad telefoni, molnbaserade IT-tjänster, datacenters samt datakommunikation. Visionen är att bli en ledande aktör inom IT-infrastruktur i norra Europa.

## Värdekedja

Infracoms försäljning sker direkt till slutkund samt via återförsäljare och partners. Infracoms partners bidrar med lokal kundkännedom och erbjuder komplexa white-label lösningar (säljer Infracoms produkter och tjänster i eget namn). Infracom har i dagsläget en handfull partners och återförsäljare som står för en betydande del av koncernens omsättning. Vid försäljning via återförsäljare är Infracom avtalspart mot slutkund.



## Kunder

Infracom har idag över 20 000 kunder och kunderna är främst små till medelstora bolag. Infracom har också flera större bolag och organisationer som kunder. Ifall kunderna växer, så växer även Infracom med dem då intäkterna är baserade på antal användare. Expanderar kunden ut i världen, så är Infracom med på den resan och de expanderar tillsammans. Allt eftersom Infracom växer och blir ett större bolag, så kan de också hantera större och större kunder. Vi bedömer att Infracom har en låg kundspecifik risk, då de har många kunder.

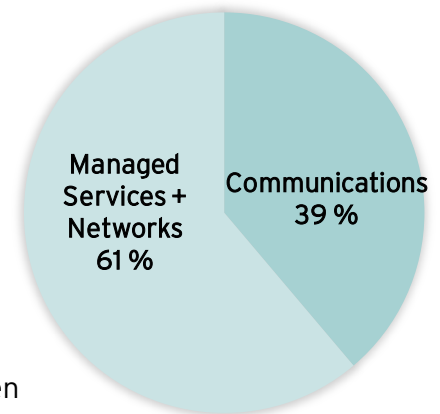


## Produktsegment

Infracom har två produktsegment, som de benämner Communications och Managed Services + Networks. Historiskt har varje segment utgjort ungefär hälften av omsättningen. I och med att samtliga tre förvärv som gjorts under 2022 varit inom segmentet Managed Services + Networks, så var detta område nu störst i Q3'22.

Inom båda produktsegmenten säljer Infracom enbart till företag och organisationer, så försäljningen är renodlat B2B. Majoriteten av intäkterna är av återkommande karaktär, då en stor del av Infracoms intäkter är abonnemangsbaserade. I Q3'22 sågs en intäktsökning om 19,5 MSEK för hårdvaruleveranser från skolstartperioden ifrån nyligen förvärvade Systech. Det är svårt att hitta någon information kring om detta är vanligt förekommande för Systech i Q3 eller om det mer ska ses som intäkter av engångskaraktär.

### INTÄKTSFÖRDELNING Q3'22



#### Akkumulerat 1 jan – 30 sep 2022

	Communications	Managed Services	Koncern	Totalt
Intäkter	116,8	128,8	-	245,6
OPEX	-88,4	-113,0	5,7	195,6
EBIT	28,4	15,8	5,7	50,0
EBIT%	24,4%	12,3%	-	20,4%

Som tidigare nämnt är majoriteten av intäkterna återkommande och avtalen är ofta långa, vanligtvis 36 månader. Alla företag idag är i stort sett beroende av telefoni och internet för att verksamheten ska fungera. Vi anser att Infracoms produkter är väldigt konjunkturokänsliga på grund av detta, vilket är något som VD Bo Kjellberg poängterade i Q3'22-rapporten.

I intervju med Kjellberg uppger han också att Infracom historiskt inte påverkats negativt av kriser rent finansiellt.

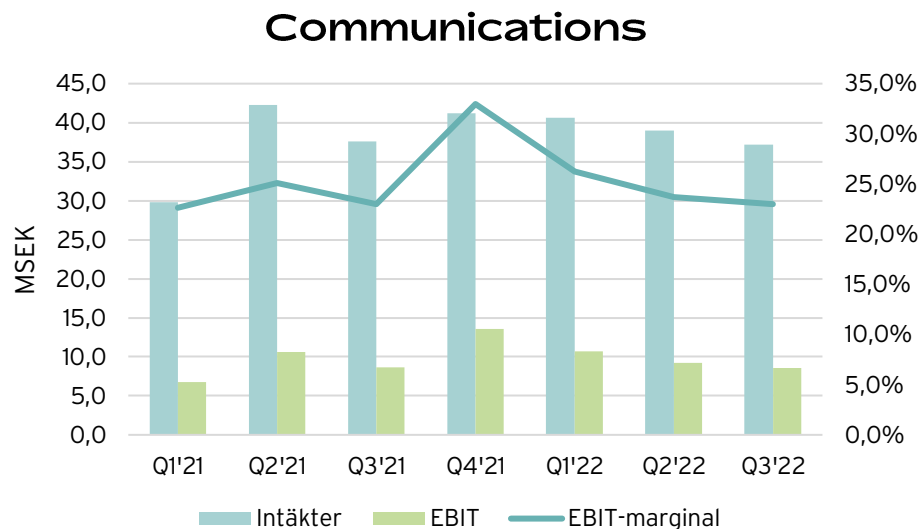
*"Min erfarenhet är att vår affärsmodell är vaccinerad och står stabil genom omvärldskriser då det finns en inbyggd motståndskraft och tröghet som motverkar kortsiktigt försämrat affärsklimat. Efterfrågan på molnbaserade IT-lösningar med inbyggd flexibilitet, är inte konjunkturberoende i snabba nedgångar."*

- VD Bo Kjellberg

## Communications

Infracoms affärsområde "Communications" innefattar molntelefoni, där samtliga tjänster som erbjuds är egenutvecklade. Detta innebär att Infracom har full kontroll över tjänsten och kan anpassa den helt efter kundens behov och önskemål. Den egenutvecklade molnväxeln/molnbaserade telefonväxeln heter Infinity. Molnväxel innebär att telefonin lagras och sker digitalt, helt oberoende av en fysisk, traditionell telefonväxel. Infinity går enkelt att integrera med tredjepartssystem som till exempel Microsoft Teams. Infracom inkluderar alla funktioner som standard i sitt erbjudande till kund. Det går att blanda fritt mellan bolagets destkop-applikation (Infinity Destkop), mobil (Infinity Mobile), teamtelefoni (Infinity Teams) eller traditionell bordstelefon och tjänsten går att skräddarsy helt efter kundens behov. Infracoms kunder betalar per användare och varje licens per användare kostar lika mycket oavsett om det gäller bordstelefon eller mobil.

Infracom är sedan länge en Microsoft Guld-partner och har flera unika telefonikopplingar med egenutvecklade appar till Microsoft Teams. Detta i kombination med att Infracom kan erbjuda telefonnummer i över 60 länder gör att Infracoms erbjudande står sig starkt även internationellt. Styrkan i Infinity är att kunderna kan samla all kommunikation på en plattform och Infracom kan även integrera telefoni i sina kunders övriga IT-miljöer som till exempel affärs- och CRM-system.



Sverige är den största marknaden, men Infracom kan leverera telefoni i över 60 länder tack vare ett starkt partnerkoncept. Detta har gjort att bolaget har fått fler och fler internationella direktkunder. På den svenska marknaden sker mycket av försäljningen via över 100 återförsäljare och partners runt om i landet, men även via direktförsäljning. Telefoniplattformen levereras också till cirka 70 wholesale-partners i Sverige och internationellt. Wholesale-partnern kan bygga affären med sitt eget varumärke och paketera tjänsten så som det passar dem, så kallad white-label. Partnern ansvarar sedan för support, paketering och service, vilket gör att den här affärsmodellen lämpar sig bra för Infracom utomlands. Kundstocken är väl spridd mellan små- och medelstora företag, men även en del större företag och organisationer. Intäkterna kommer i form av återkommande abonnemangstäckningar och majoriteten av avtalen är långa (oftast 36 månader).

## Managed Services + Networks

Infracoms affärsområde Managed Services säljer IT-tjänster till företagsmarknaden. Tanken är att Infracom ska kunna fungera som kundernas egen IT-avdelning, där kunderna kan outsourca all eller delar av sin IT. Tjänsterna är standardiserade och går att anpassa efter kundernas behov. Tjänsterna som tillhandahålls är inom arbetsplats, hårdvara, server, automatisering, nätverk, säkerhet, webbhotell och Internet Service Provider (ISP).

Nedan är en översikt över de olika områdena Infracom arbetar med inom segmentet.

### Workplace as a Service

Arbetsplats som tjänst innebär att Infracom hanterar delar av, eller hela den IT-miljö som rör den anställdes arbetsplats. Infracom säkerställer att rätt hårdvara och programvara finns på plats, samt att licenskrav och driftsäkerhet är tillgodosedda.

### Serverhosting

Infracom hanterar företagets serverlösning, antingen via virtuella servrar (VPS) eller co-location där kunden placerar sina egna servrar i Infracoms datahallar.

### Retail

Infracom utvecklar och driftar kassasystem.

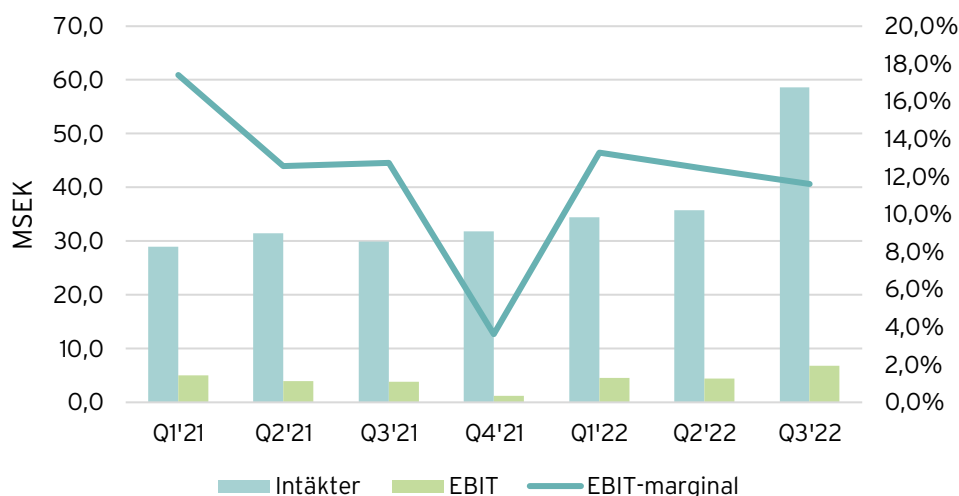
### Webbhosting

Infracom har ett brett utbud av tjänster såsom: webbhotell, domän och webproduktion.

## Networks

Affärsområdet Networks redovisas tillsammans med Managed Services, men kan också ses som ett eget område. Infracom hjälper kund att sätta upp förbindelser för access mot internet samt punkt- till punktförbindelser mellan till exempel kundernas kontor och datacenter. Infracom har utvecklat ett stamnät mellan Sveriges större städer då Networks varit en del av kärnverksamheten sedan drygt 20 år. Bolaget har också samarbeten med Sveriges olika nätägare av fiber och stadsnät. Utöver detta hjälper Infracom kunden att upprätta brandväggar och minimera andra riskfaktorer för störningar.

## Managed Services + Networks





## Förvärv

Infracom har fram till börsnoteringen 2018 gjort cirka 30 förvärv och sedan gjort ytterligare tolv förvärv. Bolaget har ett finansiellt mål att växa med 20 % per år genom både organisk och förvärvad tillväxt. Den organiska tillväxten särredovisas inte, men uppges vara låg och att majoriteten av tillväxten kommer från förvärv.

Infracom har en uttalad strategi att förvärva bolag och bolaget har angett att förvärven ska ske till priser kring 4-5x EBITDA. Historiskt har Infracom värderats högre, vilket medfört att multipelarbetrage skett vid förvärven.

I tabellen nedan listas förvärven som gjorts sedan börsnoteringen. EV är beräknat utifrån den kommunicerade köpeskillingen (pris) samt att tilläggsköpeskillingen (earn-out) adderats då Infracom historiskt betalat ut dessa. Omsättning (sales) och EBITDA är alla hämtade från bolagskommunikationen vid förvärvet eller från årsredovisningen. Den från bolaget kommunicerade EV/EBITDA-multipeln skiljer sig mot den vi räknat ut, då bolaget bland annat använt sig av proforma-siffror.

(MSEK)	Datum	Pris	Earn-out	Sales	EBITDA	EBITDA%	EV/EBITDA	Kommunicerad EV/EBITDA
Cellip AB	2018	45,5		44,0	6,2	14,1%	7,3	
Bearcom AB (kundstock)	2018	8,0		8,0				
Öretel	2018	10,6	2,0	12,5	3,0	24,0%	4,2	4,0
Netono AB	2019	23,6	8,0	21,5	8,3	38,6%	3,8	4,0
HDW Data	2020	17,3	4,0	17,0	3,7	21,8%	5,8	4,5
MobiPlus (konkursbo)*	2020	6,7		15 - 20				
Advoco + Frontnode	2021	45,5	9,5	50,0	7,3	14,6%	7,5	6,2
Condere**	2021	5,3		6,5	0,9	13,8%	5,9	4,7
Nic of Time (kundstock)	2021	3,0	2,0	6,9				
Systech	2022	25,0	10,0	54,0	10,1	18,7%	3,5	4,1
Trust-IT	2022	35,0	2,5	40,0	5,9	14,8%	6,4	6,3
Quality of Service	2022	24,0	3,0	36,0	4,0	11,1%	6,8	5,2
<b>Totalt</b>		249,5	41,0	313,4	49,4			
<b>Genomsnitt</b>		20,8	3,4	26,1	4,1		5,1	3,9

\*VIKAB (webbhotell), Wavecom (IT-infrastruktur), Retailolutions Sverige AB (integrerade betallösningar)

\*\*Utav omsättningen härstammar cirka 2,3 miljoner kronor från inköp av Infracom och elimineras vid konsolidering

## Förvärv 2022

Under 2022 har bolaget gjort tre förvärv, Systech, Trust-IT och Quality of Service, där samtliga förvärv adderas inom området digital arbetsplats. De tre förvärven kombinerat adderar cirka 130 MSEK i omsättning och cirka 20 MSEK i EBITDA enligt förra årets siffror.

Systech fokuserar på försäljning av hårdvara med installerade licenser samt hybriddrift av applikationer. De arbetar på kommunnivå och kommer bidra med kompetens inom upphandlingar och hårdvaruhantering. I Q3'22 bidrog Systech med 19,5 MSEK till kvartalets intäktsökning som kom från

hårdvaruleveranser från skolstartsperioden. Detta utgör cirka 35 % av Systechs angivna omsättning från förra året och det framkommer inte om detta är ett återkommande säsongsmonster.

Trust-IT är en projektorganisation baserade i Stockholm, som stöder kunden inom rådgivning, molntjänster och systemutveckling.

Det senaste förvärvet är Quality of Service som uppges vara en kopia av Infracoms befintliga verksamhet. De kommer också bidra med spetskompetens inom bland annat cloud-lösningar, Google Workplace, Amazon och Microsofttjänster. I och med förvärvet får också Infracom tillgång till infrastruktur inom fibernät i Stockholm som kan utnyttjas av andra Infracom-kunder i regionen.

Förvärven av Trust-IT och Quality of Service ger också djupare närvaro i Stockholmsregionen, vilket enligt oss är viktigt då Infracom historiskt utgått från västra delarna av Sverige. Detta gör att Infracom kan bli mer kundnära, vilket är något som VD Bo Kjellberg också uppger i intervju är ett av Infracoms mål. Utöver detta ser vi det som positivt att det finns synergier i och med att Infracoms befintliga kunder kan utnyttja infrastrukturen inom fibernät.

## Framtida förvärv

Infracoms balansräkning ser fortsatt solid ut och med en nettoskuld/EBITDA om 0,2x. Bolaget har också en revolverande kreditfacilitet om 175 MSEK samt cirka 35,5 MSEK i kassan. Det revolverande lånet underlättar för Infracom vid förvärv, då de har snabb tillgång till kapital. Detta i kombination med bolagets stabila kassaflöden och möjligheten att använda den egna aktien som valuta gör att vi ser att Infracom har ett stort utrymme för förvärv. Vår tro är att Infracom kommer att förvärva ett större bolag än vad de gjort historiskt och ett bolag som inriktar sig mot större företagskunder och organisationer. Historiskt har samtliga förvärv gjorts i Sverige, men Infracom har uttalat att de vill växa i norra Europa. Vi ser det inte som helt omöjligt att ett förvärv görs i Storbritannien eller Tyskland, då ISDN stängs ner här 2025 likt det gjorde i Sverige 2015. När detta gjordes i Sverige var Infracom snabba att utnyttja läget som uppstod och har god erfarenhet kring detta.

Infracom har höga marginaler sett till branschen och förvärven under 2020-2021 har haft lägre marginaler än bolaget själva. Vi ser det som troligt att ett större, framtida förvärv skulle komma att pressa Infracoms marginaler. Vidare tror vi att Infracom kommer hålla sig inom målet med en EBIT-marginal om 15-20 %. Vi ser det också som en sund strategi att utnyttja förvärv för att utöka kundstocken, då möjligheten till nyförsäljning är begränsad på en mogen marknad som Sverige. Det finns också en alternativkostnad att ta hänsyn till i att bygga upp och driva en säljorganisation för att jaga nyförsäljning och således växa organiskt i jämförelse med att förvärva. Enligt VD Bo Kjellberg kan en turbulent makroekonomisk miljö öppna upp möjligheterna för nya förvärv ytterligare.

## Marknad

Infracom verkar i och med sina olika affärsområden på flera olika marknader. Generellt är marknaderna relativt mogna i Sverige. Avseende internet så har 98 % av svenskarna internetuppkoppling i hemmet<sup>6</sup> och i stort sett samtliga företag, så penetrationen här är redan stor.

I en rapport från IDC så ligger svenska och nordiska företag längst fram i Europa när det kommer till andelen bolag som är beroende av datacenter för sin verksamhet. I Sverige använder idag 75 % av storbolagen molntjänster från ett datacenter<sup>7</sup>. Trots detta förväntas behovet av datacenter att öka kraftigt då allt fler företag väljer att flytta fler av sina IT-tjänster till molnet. COWI Group förutspår att investeringarna i datacenter kommer att fortsätta och räknar med årliga investeringar om €2-4,3 miljarder fram till 2025, vilket motsvarar en årlig installerad kapacitet om 280-580 MW<sup>9</sup>.

I en rapport från Post- och telestyrelsen uppgick de totala slutkundsintäkterna från elektronisk kommunikation i Sverige till 49,2 miljarder 2021<sup>5</sup>:

Slutkundsintäkter segmentfördelning		
	Totalt	Förändring y-o-y
Mobilabonnemang	29,4 miljarder	-1 %
Fasta bredbandsabonnemang	14,3 miljarder	3%
Fasta samtalstjänster	2,8 miljarder	-16 %
Datakommunikationstjänster	2,7 miljarder	-9 %
<b>Totalt</b>	<b>49,2 miljarder</b>	<b>-1 %</b>
Svartfiber & våglängdsförbindelser	5,6 miljarder	6 %

Antalet mobilabonnemang i Sverige var 2021 14,4 miljoner och ökningen i antalet mobilabonnemang följer ökningen i befolkningen. Under 2021 minskade mobilintäkterna med 1 %, vilket är det fjärde året i rad som de minskar. Datatrafiken i mobilnätet fortsätter öka kraftigt och ökade med 29 % till 2 351 petabyte. Antalet abonnemang för fast bredband ökade med 2 % till 4,3 miljoner, varav 3,3 miljoner var abonnemang på fiber (ökning om 7 %). De totala intäkterna från fasta bredbandsabonnemang ökade med 3 % till 14,3 miljarder. Intäkterna från fasta samtalstjänster fortsätter att minska, varav IP-telefoni minskade med 10 % jämfört med föregående år. I övriga minskade datakommunikationstjänster med 9 % till ca 2,7 miljarder under 2021.

Den här bilden stämmer väl överens med den bild som Infracom kommunicerat. Många aktörer i Sverige har idag redan abonnemang på olika tjänster som Infracom erbjuder och det försvårar nyförsäljning. Detta ser vi som en av anledningarna till att Infracom valt att satsa på förvärv och att bredda antalet tjänster för att fortsätta att växa genom ny- och korsförsäljning.

## Trender och marknadsförändringar

Marknaden som Infracom verkar på drivs av ett tekniskifte med tre grundläggande drivkrafter<sup>4</sup>:

### Ökad outsourcing

Marknaden efterfrågar centraliserade och kostnadseffektiva lösningar

IP konvergens  
fler leveranser sker  
med IP-teknologi

### Tillgänglighet och säkerhet

Företags beroende av IT-system ökar vilket ställer höga krav här.

IP-konvergens innebär att tekniker för informationsöverföring växer samman, där till exempel telefoni, larm, kameraövervakning transporteras i samma nät som datakommunikationen. Denna ökade mängd informationsöverföring ökar behovet av bredbandskapacitet och bandbredd. När tekniken växer samman sker naturligt en marknadskonsolidering, där många kunder efterfrågar enbart en leverantör som tar helhetsansvar för att minimera antalet olika kontakter med olika bolag. Detta är något som gynnar Infracom, då de är en helhetsleverantör av tjänster inom flera olika områden.

Enligt Infracom ökar efterfrågan på molnbaserad IT-drift. Marknadsanalyser visar på att den globala marknaden för molntjänster uppvisar en stark, underliggande tillväxt.

### Globala marknaden för molntjänster

	Tidsperiod	CAGR
Fortune Business Insights <sup>10</sup>	2022-2029	19,9 %
Markets & Markets <sup>11</sup>	2022-2027	17,9 %
Grandview Research <sup>12</sup>	2022-2030	15,7 %
Allied Market Research <sup>13</sup>	2019-2030	15,8 %
Globes Newswire <sup>14</sup>	2022-2030	17,4 %
<b>Snitt</b>		<b>17,3 %</b>

Effekten av övergången mot molnbaserade tjänster gör att ännu större krav ställs på bandbredden och idag levererar Infracom upp till 10 Gbit/sekund mot kund. Detta täcker med god marginal det behov kunderna har idag. Samtidigt planeras uppgradering av nätet inför framtida bandbreddskrav. Andra faktorer som också spelar in är ett växande kommunikationsnät, stadigt ökande antal användare och anslutna enheter i näten samt ökade krav på tillgänglighet och kvalitet i näten.

## Digitalisering och UCaaS

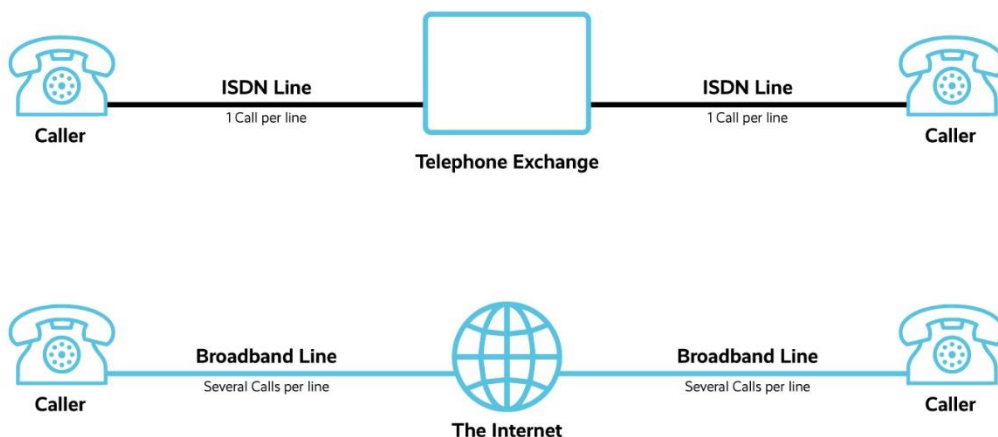
Infracom rider också på digitaliseringstrenden, där alltmer digitaliseras och flyttas till molnet. Enligt en rapport av Market Research kommer UCaaS-marknaden att växa med en CAGR om 10,8 % mellan 2022-2028 i Europa<sup>3</sup>. Detta är ett område där Infracom är väl positionerade med sitt erbjudande. Vidare i rapporten beskrivs det att det är små till medelstora bolag som kommer utgöra den största delen av marknaden och tillväxten<sup>3</sup>, vilket också är det segment som Infracom historiskt riktat in sig på. I Mordor Intelligences marknadsanalys om IP-telefoni och UCaaS uppskattar de att den europeiska marknaden kommer växa med en CAGR om 8,5 % mellan 2022-2027.

**UCaaS** = Unified Communications as a Service kan beskrivas som föreningen av olika typer av kommunikationsverktyg där allt från telefoni, mail, chatt och videosamtal är sammankopplat.

En annan intressant aspekt är att stora delar av Europa ska fasa ut ISDN. Detta skedde 2015 i Sverige när Telia stängde ner ISDN. I intervju med VD Bo Kjellberg uppger han att detta var något Infracom snabbt utnyttjade och det hela resulterade i en årlig återkommande försäljning om cirka 40 MSEK. När flera länder i Europa ska genomgå samma sak öppnar detta upp för goda affärsmöjligheter för Infracom. Infracom har redan börjat etablera sig i Storbritannien med ett dotterbolag och ISDN stängs ner här 2025. I en undersökning av Bytesdigital visste hälften av företagen i Storbritannien inte om att ISDN skulle stängas ner 2025 och endast 31 % hade bytt system från ISDN till molntelefoni/VoIP<sup>15</sup>. ISDN kommer också att stängas ner i bland annat Tyskland under 2025.

**ISDN (Integrated Services Digital Network)** = en teknik för digitala telekommunikationsnät som används för att överföra röst, data och videokommunikation över telefonlinier.

Sammanfattningsvis tror vi det finns fortsatt rum för Infracom att växa framöver på befintliga marknader via förvärv. Det finns också många intressanta möjligheter för tillväxt ute i Europa, då Infracom har mycket kunskap och erfarenheter från den välutvecklade svenska marknaden. Vi tror att det finns stora möjligheter för Infracom när de europeiska länderna stänger ner ISDN och vi ser det som troligt att vi kan få se ett förvärv i till exempel Tyskland eller Storbritannien under 2023.



## Konkurrenter

Infracom har en bred verksamhet och erbjuder många olika tjänster, vilket gör att de har olika konkurrenter beroende på tjänst. Infracom erbjuder en helhetslösning med telefoni, bredband och olika IT-tjänster, vilket det är relativt ensamma om på marknaden.

Inom telefoni är de två främsta konkurrenterna Telavox och Mitel, som erbjuder liknande tjänster och integrationer. Utöver dessa blir också de stora aktörerna som till exempel Telia och Telenor i viss mån också konkurrenter. Ericssons förvärv Vonage verkar också inom UCaaS och skulle kunna ses som en konkurrent. Inom bredband finns många konkurrenter som erbjuder bredbandsabonnemang och även äger nät. Två noterade peers är Bahnhof och Bredband2. Inom UCaaS och hårdvara finns också många konkurrenter. Marknaderna är som sagt relativt mogna generellt med många etablerade aktörer.

## Konkurrensfördelar

Helhetslösningen med telefoni, bredband och olika IT-tjänster är Infracom i stort sett ensamma om, vilket differentierar dem mot övriga aktörer. Inom telefoni har Infracom varit verksamma länge och har ett välutvecklat erbjudande med en egenutvecklad plattform, som resulterat i höga marginaler. Inom IT är Infracom inte så unika. Enligt VD Bo Kjellberg så tar Infracom tjänsterna ett steg längre och gör det mer genomtänkt än konkurrenterna. Inom ISP är det svårt att differentiera sig, då det är en enkel tjänst. Det positiva här är att det finns en inlåsningsseffekt hos de kunder Infracom redan har, då det inte finns någon större anledning att byta leverantör. Infracom redovisar dock inte siffror kring kundtapp, vilket gör det svårt att bedöma hur ofta byten sker.

En aspekt som Infracom satsar på är att arbeta kundnära. I intervju uppger VD Bo Kjellberg att de arbetar hårt för att hela organisationen ska bli mer kundnära, vilket skulle vara en faktor som kan differentiera Infracom. Mycket handlar egentligen om mjuka värden som till exempel användarvänlig plattform, driftsäkerhet, kundsupport och så vidare då produkterna i sig är relativt standardiserade.

Produkterna på ett mer generellt plan har egentligen ingen konkurrens från de traditionella alternativen. Infracom erbjuder de senaste produkterna och teknikerna som är det som tagit och tar över från de traditionella alternativen. Vi ser till exempel övergången från traditionella växlar till molnväxlar, övergången mot fiber och utfasningen av ISDN. Vi ser inget som talar för att de här alternativen är något som skulle vinna marknadsandelar framöver, utan tvärtom.

### Helhetslösning

Erbjuder tjänster inom telefoni, bredband och IT

### Egenutvecklad plattform

Kan enkelt göra kundanpassningar och integrationer

### Ny teknik

Ingen konkurrens från de gamla teknikerna som helt eller delvis fasas ut.

## Finansiell ställning

Infracom har en solid balansräkning med totala tillgångar om cirka 407,9 MSEK, varav cirka 4,5 MSEK i varulager, cirka 54,0 MSEK i kortsiktiga fordringar och 35,6 MSEK i kassa. Detta finansieras med cirka 231,5 MSEK i eget kapital och cirka 52,4 MSEK i bankfinansiering, samt resterande i icke-räntebärande finansiering.

Under Q3'22 har Infracom upprättat en revolverande kreditfacilitet om 175 MSEK hos Danske Bank. Denna låneram förenklar upplåningen till framtida förvärv för Infracom. Detta medförde också att styrelsen antagit ett nytt finansiellt mål som ersätter tidigare mål; Nettoskuld/EBITDA ska vara under 2,5x. I nuläget ligger Infracom långt under målet med en Nettoskuld/EBITDA om 0,34.

Det enda som skulle kunna vara anmärkningsvärt är den höga andelen goodwill, som utgör ca 286,1 MSEK av totala tillgångar och således är högre än eget kapital. Detta är inget konstigt i ett bolag som Infracom som har en uttalad förvärvsagenda av bolag och kundstockar. En risk skulle kunna vara om Infracom integrerar samtliga varumärken under sitt eget och slopar de äldre varumärkena, vilket skulle innebära att goodwill-posten då skulle utgöras helt av värdet på de förvärvade kundstockarna och systemlösningarna. I framtiden skulle eventuellt då goodwill-postens värde kunna ifrågasättas och eventuellt behövas skrivas ner. Vi bedömer dock den risken som låg.

Sammanfattningsvis bedömer vi att Infracoms finansiella ställning är god utifrån balansräkningen i kombination med bolagets stabila kassaflöde från de återkommande intäkterna.

<b>Immateriella tillgångar</b>	<b>Kassa</b>	<b>Soliditet</b>
72,6 % (296,4 MSEK)	8,7 % (35,6 MSEK)	56,7 %
<b>Nettoskuld/EBITDA (R12)</b>	<b>Nettoskuldsättning</b>	<b>CAPEX %</b>
0,34	6,4 %	65 %



## Risker

**Risker kopplade till förvärv.** Det finns alltid risker kopplade till förvärv och kring hur integrationen av förvärvet blir. Infracom har historiskt integrerat förvärven väl och ofta höjt förvärvens marginaler och hittat synergier. Vi bedömer därför risken som låg, framför allt om bolaget fortsätter förvärva mindre verksamheter och kundstockar. Ett större förvärv i en annan geografisk marknad ser vi som en större risk, men också sammankopplat med större potentiella, framtida vinster.



**Risker kopplade till expansion.** Expansion till nya geografiska marknader innebär också risk, då det kostar att expandera både organiskt och via förvärv. Risken finns att Infracoms erbjudande inte fungerar lika bra i andra marknader som de gjort i Sverige. Vi bedömer dock risken som låg och ser expansionen som en stor möjlighet för Infracom framåt.



**Makroekonomiska risker.** Infracom har historiskt stått stabilt genom omvärldskriser och inte påverkats finansiellt av dessa. Kriget i Ukraina har inte påverkat bolaget, då det inte har någon verksamhet eller personal i Ryssland, Ukraina eller Belarus. Ökade energipriser och komponentbrist kan påverka bolaget negativt i kortsiktigt i form av ökade rörelseomkostnader. Vi bedömer risken att Infracom skulle drabbas nämnvärt i närtid som låg till medel.



**Likviditets- och valutarisk.** Majoriteten av Infracoms försäljning sker i SEK i nuläget, så exponeringen mot utländska valutor är låg. Likviditetsrisken bedömer vi också som låg då bolaget har en god finansiell ställning och stabila återkommande intäkter.



**Tillväxt.** Infracom är i nuläget starkt beroende av förvärv för fortsatt tillväxt, då den organiska tillväxten är låg. Utöver riskerna med förvärv finns det också risk att Infracom inte hittar förvärvskandidater, vilket kommer leda till minskad tillväxt framåt. I samtal med VD Bo Kjellberg verkar Infracom ha flera dialoger med kandidater och det nuvarande marknadsklimatet kan till och med komma att gynna Infracom avseende förvärvsbiten. Vi bedömer risken som låg även här.



**Kommodifiering.** Samtliga av Infracoms tjänster kan vara något svåra att differentiera, men verkar vara något Infracom trots allt lyckats med då bolaget har och historiskt haft höga marginaler. En ökad kommodifiering skulle kunna leda till prispress och påverka Infracom negativt. Vi bedömer risken som låg-medel, då marknaden i Sverige är välutvecklad och Infracom har hittills bibehållit höga marginaler.





## Nuläge och outlook

Infracom gjorde nyligen tre nya förvärv som adderar cirka 130 MSEK i omsättning och cirka 20 MSEK i EBITDA. VD Bo Kjellberg uppger i Q3'22-rapporten att nästa steg blir att integrera dessa i verksamheten genom att maximera synergier och skapa nya försäljningsmöjligheter.

Vidare ska Infracom parallellt med detta förflytta sig från att vara ett nischbolag inom telefoni, IT-drift och nät till ett bolag som erbjuder helhetstjänster inom Digital Arbetsplats. Detta för att differentiera sig ytterligare jämfört med konkurrenter, då få aktörer har så bred produktportfölj som Infracom på den svenska marknaden. För att använda ett mode-ord ska Infracom bli en one-stop-shop för bolag inom IT-lösningar och telefoni, där de kan erbjuda heltäckande lösningar som lätt kan anpassas efter kundens behov. Ytterligare en aspekt som Infracom arbetar på och utvecklar är att göra verksamheten ännu mer kundnära, där fokus förflyttas något från det teknikbaserade mot det kundnära arbetet.

Vidare framåt pratar VD Bo Kjellberg om fortsatta förvärv och att det kan dyka upp intressanta möjligheter när konjunkturen viker ner. Vi bedömer det som mycket troligt att Infracom kommer fortsätta sin förvärvsresa under 2023 och framåt. Vi tror att Infracom eventuellt siktar på att göra ett större förvärv relativt sin egen storlek och att möjligheten nu kan finnas när det makroekonomiska läget förändrats. Vi bedömer att det finns en stor sannolikhet att Infracom gör ett förvärv utomlands för att etablera sig på en ny marknad. Enligt oss är Storbritannien och Tyskland de två mest troliga marknaderna. Om ett större förvärv skulle göras kan detta innebära en viss marginalpress initialt, då marginalförbättringar ofta tar tid. Infracom har en fin historik att förbättra de förvärvade bolagens marginaler över tid. Den tydliga förvärvsagendan gör att vi tror att direktavkastningen kommer ligga kvar på samma nivåer som tidigare år på 0,5 SEK.

### Integrera gjorda förvärv

Hitta synergier och nya försäljningsmöjligheter

### Helhetstjänst inom Digital arbetsplats

Gå från ett nischbolag till en helhetsleverantör.

### Nya förvärv

Nya förvärv som breddar verksamheten både operationellt och geografiskt.

## Styrelse



### **Oskar Säfström, Styrelseordförande**

Mångårig erfarenhet som entreprenör, bland annat inom IT och telekom. Aktiv delägare och styrelseledamot i ett flertal företag inom olika branscher. Ordförande sedan 2017.

Innehav: 1 805 282 aktier inklusive närstående samt 65 000 optioner

*Beroendeställning i styrelsen genom sitt aktieinnehav.*



### **Bo Kjellberg, VD och styrelseledamot**

Bo Kjellberg grundade år 1999 ett IT-drift bolag och har sedan dess adderat ett 20-tal bolag och kundstockar, i en privatägd företagsstruktur som även har kommit att inkludera verksamhetsområdet molntelefoni. Ledamot sedan 2017

Innehav: 18 250 000 genom bolag samt 65 000 optioner

*Beroendeställning i styrelsen genom majoritetsägande.*



### **Anna Petre, styrelseledamot**

Mångårig erfarenhet av arbete med externa relationer, strategi, juridik och kommunikation, främst inom bilindustrin och IT. Ledamot sedan 2017.

Innehav: 1 094 aktier och 1 000 optioner

*Oberoende ställning i styrelsen.*



### **Johan Löfvenholm, styrelseledamot**

Lång erfarenhet från ledande befattningar på större bolag inom bilindustrin. Ledamot sedan 2020.

Innehav: 32 500 optioner

*Oberoende ställning i styrelsen.*



### **Erik Fischbeck, styrelseledamot**

Entreprenör som byggt upp och drivit egna bolag inom telekom samt fiberoptisk industri under 15 år, däribland som en av nyckelpersonerna i Hexatronic. Har erfarenhet från M&A, affärsutveckling, internationella affärer inom bland annat IT, telekom, bank samt marknadskommunikation. Ledamot sedan 2021.

Innehav: 0

*Oberoende ställning i styrelsen.*

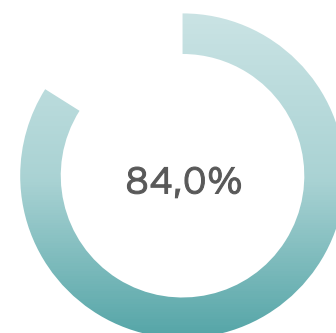
## Ägarbild

<b>Utestående aktier</b>	<b>Aktiekurs</b>	<b>Börsvärde</b>
32 138 616	28,3 SEK	909,5 MSEK
<b>Antal aktieägare</b>	<b>Insiderägande</b>	<b>Free float</b>
2 131	63,19 % av kapitalet	36 %

Insiders är markerade i blått i tabellen nedan. Största ägare är grundare och VD Bo Kjellberg och tredje största ägare är styrelseordförande Oskar Säfström. Näst största ägare är Alcur Fonder, vilka också troligen kommer få en representant i styrelsen efter årsstämman 2023. Utöver Alcur Fonder utgörs fondägandet på topp 10-listan av FE Fonder och Cliens Fonder. Vidare på listan hittar vi Avanzas och Nordnets pensionsförsäkringar samt Nordea Liv & Pension, som är ett samlat ägande för flera personer. Två privatpersoner återfinns också på listan.

Ägare	Antal aktier	Röster
1. Bo Kjellberg	18 250 000	57,39 %
2. Alcur Fonder	1 875 072	5,83 %
3. Oskar Säfström	1 690 000	5,33 %
4. Avanza Pension	1 390 729	4,37 %
5. FE Fonder	1 078 043	3,35 %
6. Sune Tholin	670 000	2,11 %
7. Cliens Fonder	575 670	1,81 %
8. Nordnet Pensionsförsäkring	546 746	1,72 %
9. Magnus Danelli	329 000	1,03 %
10. Nordea Liv & Pension	319 835	1,01 %

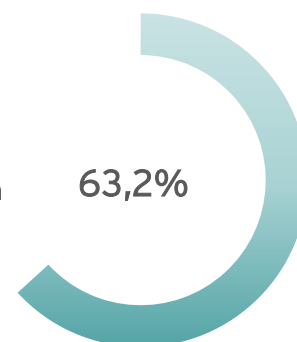
### Topp 10 ägare



### Insiderägande

Insiderägandet är cirka 63,2 %, varav VD Bo Kjellberg kontrollerar cirka 57,4 % av aktierna och rösterna. Styrelseordförande Oskar Säfström kontrollerar cirka 5,3 % av aktierna och rösterna. Utöver detta innehar ledningen aktier och optioner. Ekonomichef Hans Nilsson innehar 50 000 aktier och 65 000 optioner samt COO i Internet.se Svenska AB Jakob Hwang innehar 100 000 aktier och 65 000 optioner<sup>2</sup>. Vi bedömer att Infracom har en stabil ägarbild och gillar det höga insiderägandet, vilket skapar incitament för framtiden.

### Insiderägande



### Utestående optionsprogram

Infracom emitterade teckningsoptioner i serie 2021/2024:1 samt serie 2021/2024:2 till anställda, ledande befattningshavare och styrelse under Q2'21. Totalt tecknades 596 900 optioner, vilka berättigar till en nyteckning av en aktie i bolaget till en kurs om 29,30 kronor i Q2'24. Optionsprogrammet ger en utspädningseffekt om cirka 1,90 %<sup>1</sup>. Vi ser inget negativt i optionsprogram trots utspädning, utan snarare som något positivt i ett förvärvsdrivet bolag som Infracom för att behålla nyckelpersoner. Optionsprogrammet skapar incitament för ledning och anställda att fortsätta arbetet framåt.

## Värdering

Antal aktier	32 138 616	
Aktiekurs	28,3	SEK
Börsvärde	909,5	MSEK
Nettoskuld	26,2	MSEK
Enterprise value	935,7	MSEK

### Rullande 12 månader

Nettoomsättning	316,0 MSEK	P/S	2,9
EBIT	65,2 MSEK	EV/EBIT	14,2
Vinst	51,5 MSEK	P/E	17,0
FCF	26,0 MSEK	EV/FCF	35,9

### Nyckeltal

Bruttomarginal	EBITDA-marginal	EBIT-marginal	Vinstmarginal
59,9 %	24,4 %	20,7 %	16,3 %
OPCF-marginal	FCF-marginal	ROE	ROIC
23,4 %	8,2 %	22,3 %	22,7 %

## Historisk värdering

	P/S	EV/EBIT	P/E	P/FCF
Snitt 3 år	2,5	16,2	23,5	56,3
Snitt 5 år	2,4	16,7	24,9	119

## Peers

Vi anser att det finns tre börsnoterade peers som kan vara relevanta att jämföra med Infracom. Infracom har enbart B2B-intäkter till skillnad från övriga tre, som också riktar sig direkt mot konsument. Infracom har främst intäkter från IP-telefoni (Communications) och IT-tjänster (Managed Services), medan övriga har främst intäkter som internet service provider. Peer-gruppen är ganska svag, då det inte finns någon börsnoterad aktör som liknar Infracom tillräckligt för att kunna dra några större slutsatser. Utifrån sammanställningen, så värderas Infracom lågt i jämförelse.

Bolag	EV	P/E	P/E, snitt 5 år	P/E 2023E	Oms.-tillväxt, snitt 5 år	Vinsttillväxt, snitt 5 år	EBITDA%	EBIT%
Bahnhof	3 506	22,9	28,4	21,8	11,3%	14,7%	16,2%	12,6%
Bredband 2	1 575	17,8	28,7	14,1	23,7%	10,5%	16,0%	6,4%
Elisa	9 825	22,3	23,3	n/a	3,3%	1,5%	34,4%	21,9%
<b>Snitt</b>	<b>4 969</b>	<b>21,0</b>	<b>26,8</b>	<b>18,0</b>	<b>12,8%</b>	<b>8,9%</b>	<b>22,2%</b>	<b>13,6%</b>
<b>Median</b>	<b>3 506</b>	<b>22,3</b>	<b>28,4</b>	<b>18,0</b>	<b>11,3%</b>	<b>10,5%</b>	<b>16,2%</b>	<b>12,6%</b>
Infracom	936	16,9	24,9	13,7	23,2%	12,0%	24,4%	20,7%

## Estimat

(MSEK)	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>Nettoomsättning</b>	<b>270,0</b>	<b>343,4</b>	<b>452,4</b>	<b>517,1</b>	<b>579,1</b>
% y-o-y	20,5%	27,2%	31,7%	14,3%	12,0%
<i>EV/S</i>	<i>3,5</i>	<i>2,6</i>	<i>2,0</i>	<i>1,8</i>	<i>1,6</i>
<b>Rörelsekostnader</b>	<b>215,2</b>	<b>277,0</b>	<b>365,1</b>	<b>413,2</b>	<b>462,2</b>
% y-o-y	21,0%	28,7%	31,8%	13,2%	11,9%
<b>EBIT</b>	<b>57,8</b>	<b>68,4</b>	<b>87,3</b>	<b>103,9</b>	<b>117,0</b>
<i>EBIT-marginal</i>	<i>21,4%</i>	<i>19,9%</i>	<i>19,3%</i>	<i>20,1%</i>	<i>20,2%</i>
% y-o-y	20,4%	18,2%	27,7%	19,0%	12,6%
<i>EV/EBIT</i>	<i>16,2</i>	<i>13,3</i>	<i>10,4</i>	<i>8,8</i>	<i>7,8</i>
<b>Vinst</b>	<b>45,6</b>	<b>53,4</b>	<b>68,1</b>	<b>81,1</b>	<b>91,2</b>
<i>Vinstmarginal</i>	<i>16,9%</i>	<i>15,6%</i>	<i>15,1%</i>	<i>15,7%</i>	<i>15,8%</i>
% y-o-y	23,7%	45,0%	27,5%	19,0%	12,6%
<i>P/E</i>	<i>20,5</i>	<i>17,5</i>	<i>13,7</i>	<i>11,5</i>	<i>10,3</i>

I Q3'22 kom cirka 19,5 MSEK från hårdvaruförsäljning från skolstartsperioden (Systech), vilket vi antar vara en engångspost som inte kommer återkomma i Q4'22. Vi utgår därför från Q2'22 och räknar med att förvärvet Quality of Service kommer bidra med 6 MSEK i nettoomsättning och 0,5 MSEK i EBIT i Q4'22E. Vidare räknar vi med att förvärvet Systech och Trust-IT bidrar med ca 9 MSEK respektive 10 MSEK till nettoomsättningen och cirka 1,5 MSEK respektive 1,2 MSEK i EBIT i jämförelse med Q2'22. Vi landar då på en nettoomsättning om 99,7 MSEK och EBIT om 18,4 MSEK för Q4'22E.

I vårt basscenario för 2023E, så räknar vi med att verksamheten (med de tre senaste förvärven inkluderade) fortsätter ligga på en omsättning runt 100-105 MSEK per kvartal. Vi räknar också med att något förvärv görs som adderar 30-50 MSEK i nettoomsättning för 2023E. Det finns så klart en option att ett större eller fler förvärv görs, men det är inget vi räknar med i basscenariot. Vidare tror vi EBIT-marginalen pressas något i jämförelse med helåret 2022.

Vidare räknar vi med en lägre nettoomsättningstillväxt för 2024E och 2025E runt 12-14 %, vilket är något lägre än snittet de senaste tre åren som legat på 18,7 %. Vi motiverar detta med att Infracom blivit ett större bolag, vilket gör det svårare att växa förvärvsdrivet i samma takt procentuellt relativt högre nettoomsättning. Vi vill dock återigen poängtera att det är vårt huvudscenario och option för större förvärv finns, som kan öka på tillväxttakten ytterligare.

I vårt huvudscenario räknar vi med att Infracom står stabilt även om konjunkturen viker ner samt att vissa mindre förvärv görs. Vi räknar med en P/E-multipel om 16x, vilket kan ses som försiktigt jämfört med historiskt snitt och i jämförelse med peers.

	Värdering			
	Multipel	Vinst 2025E	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)
<b>2025E</b>	16	91,2	1460,0	45,4
<i>Säkerhetsmarginal (30%)</i>	<i>16</i>	<i>63,9</i>	<i>1022,0</i>	<i>31,8</i>

Nedan följer potentiell avkastning på 2025E om Infracom utvecklas likt våra estimat i huvudscenariot samt med en applicerad säkerhetsmarginal.

	Potentiell avkastning					
	Huvudscenario			Säkerhetsmarginal (30%)		
	Faktor	Procent	CAGR	Faktor	Procent	CAGR
<b>2025E</b>	1,61	60,5%	17,1%	1,12	12,4%	4,0%

Vidare följer en känslighetsanalys med ett beräknat utfall på våra estimerade totala intäkter exklusive aktiveringar för 2025E, där utfallet redovisas vid olika angivna P/E-multiplar.

	Känslighetsanalys						
	Huvudscenario 2025E				Säkerhetsmarginal (30%)		
Vinstx	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %	
13	1 186,2	36,9	30,4%	830,4	25,8	-8,7%	
14	1 277,5	39,7	40,5%	894,2	27,8	-1,7%	
15	1 368,7	42,6	50,5%	958,1	29,8	5,3%	
<b>16</b>	<b>1 460,0</b>	<b>45,4</b>	<b>60,5%</b>	<b>1 022,0</b>	<b>31,8</b>	<b>12,4%</b>	
17	1 551,2	48,3	70,6%	1 085,9	33,8	19,4%	
18	1 642,5	51,1	80,6%	1 149,7	35,8	26,4%	

I vårt huvudscenario ser vi en uppsida om cirka 60 % med en CAGR om 17,1 % för 2025E. Applicerar vi en säkerhetsmarginal om 30 % får vi en uppsida om 12,4 % med en CAGR om 4,0 %. I ett optimistiskt scenario gör Infracom ett större förvärv med liknande marginaler och den geografiska expansionen tar fart och blir lyckosam. Detta skulle innebära en ökad tillväxt såväl organisk som förvärvad och ge en högre uppsida i aktien. Värderingen på P/E 16 upplever vi som rimlig, men sett till historisk värdering och till peers skulle vi inte bli förvånade om marknaden värderar Infracoms stabila och konjunkturokänsliga verksamhet till P/E 17-18. Vi bedömer att det finns en bra uppsida med option på högre tillväxt och värdering, som i kombination med stabiliteten och direktavkastningen gör Infracom intressant för den långsiktiga investeraren.

## Källor

1. <https://www.mordorintelligence.com/industry-reports/europe-ip-telephony-and-unified-communications-as-a-service-market>
2. <https://store.frost.com/growth-opportunities-in-the-european-ucaas-market.html>
3. <https://www.marketresearch.com/Gen-Consulting-Company-v4078/UCaaS-Europe-Briefing-32039794/>
4. [http://infracomgroup.se/wp-content/uploads/2019/06/IM-InfraCom\\_2019.pdf](http://infracomgroup.se/wp-content/uploads/2019/06/IM-InfraCom_2019.pdf)
5. [https://statistik.pts.se/media/n5fbjejq/rapport-stm2021-dnr-21-15410\\_t.pdf](https://statistik.pts.se/media/n5fbjejq/rapport-stm2021-dnr-21-15410_t.pdf)
6. <https://svenskarnaochinternet.se/rapporter/digitalt-utanforskap-2020/internetutveckling-och-uppkoppling/ar-2020-qi-anvander-96-procent-av-svenskarna-internet/>
7. <https://www.di.se/brandstudio/microsoft/3-av-4-storbolag-i-sverige-ar-beroende-av-datacenter/>
8. <https://www.business-sweden.com/sv/om-oss/media/pressreleaser/pressreleaser/2018/investeringar-i-nordiska-datacenter-forvantas-dubbleras-till-ar-2025-enligt-ny-rapport/>
9. <https://mb.cision.com/Main/1073/2988405/1160097.pdf>
10. <https://www.fortunebusinessinsights.com/cloud-computing-market-102697>
11. <https://www.marketsandmarkets.com/Market-Reports/cloud-computing-market-234.html>
12. <https://www.grandviewresearch.com/industry-analysis/cloud-computing-industry>
13. <https://www.alliedmarketresearch.com/cloud-services-market>
14. <https://www.globenewswire.com/en/news-release/2022/05/13/2443081/0/en/Cloud-Computing-Market-Size-to-Hit-US-1-614-1-Billion-by-2030.html>
15. <https://www.bytesdigital.co.uk/blog/2025-isdn-switch-off-the-complete-guide>

## Disclaimer

Kalqyl Analys Norden AB bedriver verksamhet avseende bolag- och aktieanalys där information har sammanställts utifrån källor som Kalqyl bedömer är tillförlitliga. Informationens riktighet kan Kalqyl dock inte garantera, och inget som skrivs i analysen ska eller bör betraktas som en rekommendation till investering av något slag.

Denna analys är en Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget har ingått avtal med Kalqyl avseende analys. Analysen/erna publiceras antingen vid enskilt tillfälle, eller per löpande basis under avtalsperioden mot en sedvanlig ersättning.

Åsikter och slutsatser som återfinns i analysen är enbart avsedd för mottagaren. Kalqyl ska ej hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut på grund av information i denna analys.

Alla investeringar i finansiella instrument är förknippat med ekonomisk risk, och historisk avkastning ger ingen garanti för framtida avkastning. Kalqyl och samtliga medarbetare i organisationen för ej handla värdepapper i kundbolag under de två arbetsdagar som följer efter publicerad analys.

Analytikern Erik Lundberg äger inga aktier i det analyserade bolaget.