

2022-05-12

Infracom rapporterade första kvartalet för 2023 och nettoomsättningen uppgick till 106,6 MSEK, en ökning med cirka 44,0 % y-o-y. EBIT-marginalen uppgick till 21 %, vilket är en minskning y-o-y från 23 %. Det är dock en markant ökning från Q4'22, då marginalen uppgick till 17 %. EBIT uppgick till 22,0 MSEK (16,7) för kvartalet, vilket är en ökning med 31,7 % y-o-y

Förvärvsresan fortsätter

Under 2022 gjorde Infracom tre förvärv och under första kvartalet 2023 gjordes ytterligare två förvärv. Det som sticker ut storleksmässigt är förvärvet av Connect som fördubblar affärsverksamheten. Vi ser positivt på förvärvet av Connect, då det bidrar med en kundnära försäljningsorganisation och stärker Infracoms produktbudande. Vi tror på goda möjligheter för synergier de båda bolagen emellan och att Connect är en viktig pusselbit i Infracoms fortsatta tillväxtresa.

Lönsamhet

Vi är positivt överraskade av att Infracom lyckats förbättra lönsamheten avsevärt från Q4'22. Prishöjningar, kostnadsbesparingar och fortsatta synergieffekter från förvärven som gjordes 2022 tror vi kommer förbättra lönsamheten ytterligare under 2023 för befintlig verksamhet. Från och med Q2'23 kommer Connect inkluderas i räkenskaperna, vilket kommer dra ner lönsamheten avsevärt i jämförelse med Q1'23, då bolaget kommer utgöra en stor del av intäkterna och har lägre marginaler.

Outlook

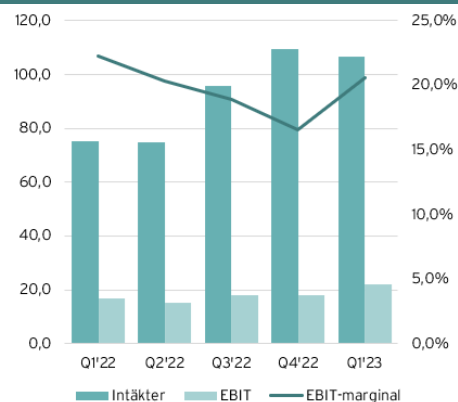
Vi väljer att korrigera våra estimat något och höjer våra utsikter framåt, framför allt avseende lönsamheten för befintlig verksamhet. Vi bedömer att det finns en god potentiell uppsida med optioner om högre tillväxt, förbättrade marginaler, fler förvärv och högre värdering än vad vi räknat med. Detta i kombination med en stabil verksamhet, goda kassaflöden och direktavkastning gör att vi anser att Infracom är en attraktiv investering för den långsiktiga investeraren.

(MSEK)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	270,0	352,4	758,0	926,7	985,4
Tillväxt y-o-y	20,5%	30,5%	115,1%	22,3%	6,3%
P/S	4,0	3,1	1,4	1,2	1,1
Summa kostnader	215,2	287,2	650,7	803,6	853,9
Tillväxt y-o-y	21,0%	33,5%	126,6%	23,5%	6,3%
EBIT	57,8	68,1	110,3	126,1	134,5
EBIT-marginal	21,4%	19,3%	14,6%	13,6%	13,6%
Tillväxt y-o-y	20,4%	17,8%	61,9%	14,3%	6,7%
EV/EBIT	20,7	17,6	10,9	9,5	8,9
Vinst	45,6	52,7	81,6	95,8	104,2
Vinst-marginal	16,9%	15,0%	10,8%	10,3%	10,6%
Tillväxt y-o-y	23,7%	43,2%	54,8%	17,4%	8,8%
P/E	23,6	20,4	13,2	11,2	10,3

Fakta

VD	Bo Kjellberg
Lista	Spotlight
Ticker	INFRA
Aktiekurs (SEK)	31,70
Antal aktier (Miljoner)	33,9
Börsvärde (MSEK)	1 076,5
Nettoskuld	120,8
Enterprise value	1 197,3
Insiderägande	64,6 %
Nästa rapport	2023-08-31

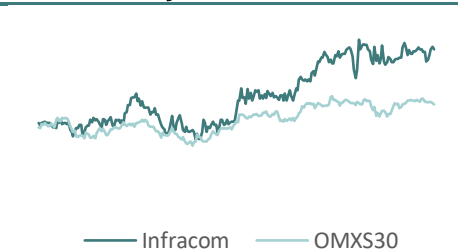
Kvartalsutveckling



Analytiker

Erik Lundberg
erik.lundberg@kalqyl.se

Kursutveckling 12 månader



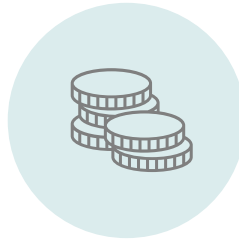
Kursutveckling %	1 m	3 m	12m
Infracom	3,9%	3,9%	43,4%

Key Insights



Konjunkturokänsligt

Vår bedömning är att Infracoms verksamhet är konjunkturokänslig. Bolaget har inte påverkats finansiellt av vare sig 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 en 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.

"Jag kan konstatera att det finns möjligheter på marknaden och min förhoppning är att Connect inte kommer att vara det enda nytillskottet under året."

- Bo Kjellberg, VD Infracom

Investeringscase

- Högt insiderägande
- Hög andel återkommande intäkter
- Långa avtal
- Konjunkturokänsligt
- Starka kassaflöden
- Erfaren ledning
- God historik av förvärv
- Stark finansiell ställning
- Förvärv och expansion öppnar för vidare tillväxt
- "Need to have"-produkter

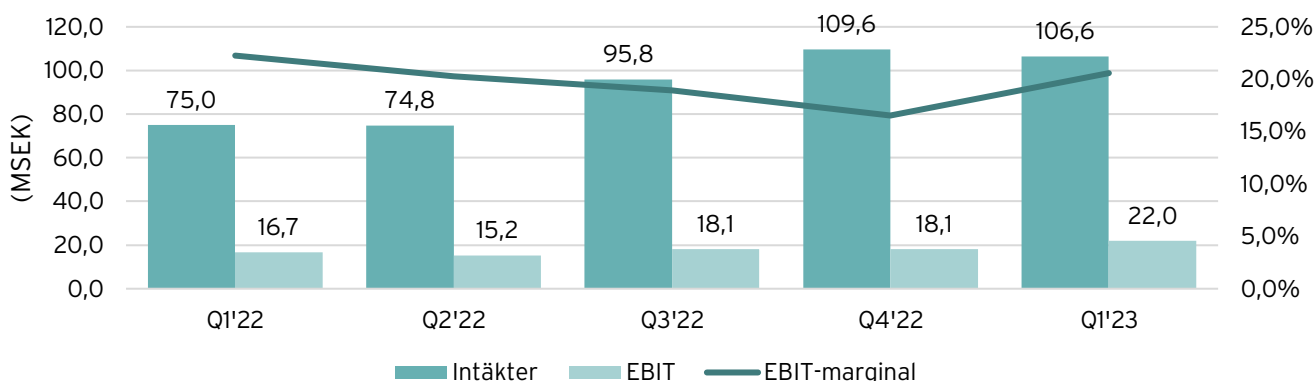
Finansiell utveckling

Nettoomsättningen för det första kvartalet 2023 uppgick till 106,6 MSEK (74,1), vilket motsvarade en ökning med cirka 44 procent y-o-y. Infracom uppgav att intäktsökningen är hänförlig till förvärven, vilket enligt oss indikerar att den organiska tillväxten fortsatt är låg. I VD-ordet uppgav VD Bo Kjellberg att Infracom gjort förändringar i prissättningen för vissa produkter och tjänster för att hålla jämn takt med inflationen. Detta har påverkat nettoomsättningen positivt, men det är svårt att bedöma i vilken grad. Enligt VD Bo Kjellberg kommer effekterna av prishöjningarna ses även under kommande månader.

EBIT uppgick till 22,0 MSEK (16,7) för kvartalet, vilket medförde en EBIT-marginal om 21 % (23). EBIT-marginalen kom in svagare i jämförelse med Q1'22, men är en påtaglig förbättring från Q4'22 där EBIT-marginalen uppgick till 17 procent. Kjellberg uppgav i VD-ordet att Infracom löpande försöker identifiera förbättringsåtgärder för att optimera sin leveransorganisation och se över befintlig kostnadsmassa. Under kvartalet har Infracom stängt ner ett flertal mindre lokala datahallar, vilket medfört kostnadsreduceringar och bidragit till en förbättrad marginal. Detta i kombination med prishöjningar har bidragit positivt till lönsamheten. Vi är imponerade över att Infracom lyckats förbättra EBIT-marginalen så pass mycket sedan Q4'22. Kjellberg uppgav i vår intervju att det finns fortsatta synergier att realisera framåt, vilket kommer ha positiv effekt på lönsamheten⁶. Vi vill också poängtera att EBIT-marginalen kommer att förändras drastiskt framöver, då förvärvet av Connect kommer att ingå i räkenskaperna från och med nästa kvartal och Connect har betydligt lägre marginaler än Infracom i dagsläget.

Resultat efter skatt per aktie (efter utspädning) uppgick till 0,51 kr (0,42), vilket är en ökning med cirka 21 procent. Kassaflödet från den löpande verksamheten före förändringar av rörelsekapital uppgick till cirka 20,4 MSEK (14,2). Det justerade fria kassaflödet (beräknat som kassaflödet från den löpande verksamheten före förändringar av rörelsekapital - CAPEX - leasingkostnader) uppgick för kvartalet till 15,6 MSEK. Infracom fortsätter generera stabila kassaflöden, vilket är en viktig faktor för den fortsatta förvärsresan.

Finansiell utveckling av intäkter och EBIT



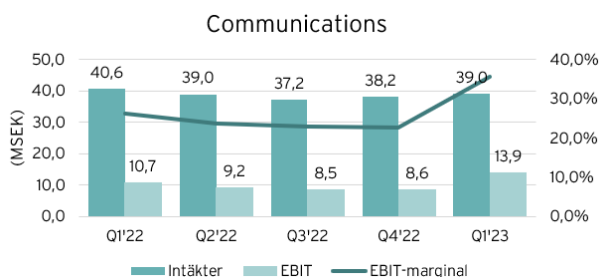
Nettoomsättningen hamnade inom det högre spannet av våra estimat som låg på 105-107 MSEK per kvartal för 2023E. Vi räknade med en EBIT-marginal om 18,3 % för befintlig verksamhet (före förvärven av Connect och Datatal) för 2023E och EBIT-marginalen för Q1'23 kom in betydligt högre.

Segmentsfördelning

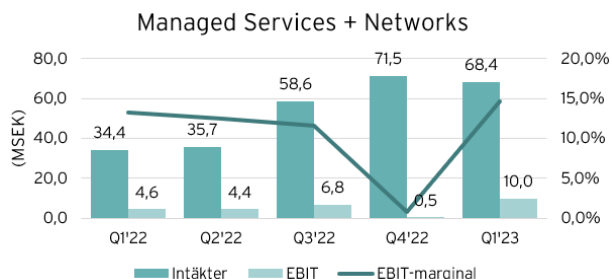
Infracom har två produktsegment, som de benämner Communications och Managed Services + Networks. Historiskt har varje segment utgjort ungefär hälften av omsättningen. I och med att tre förvärv gjordes inom Managed Services + Networks under 2022 ändrades fördelningen mot slutet av året. I Q1'23 stod Managed Services + Networks för cirka 64 % av intäkterna och Communications för 36 %. Noterbart är dock att Communications har betydligt högre lönsamhet än Managed Services + Networks.

(MSEK)	Q1'23		Q4'22	
	Communications	MS + Networks	Communications	MS + Networks
Intäkter	39,0	68,4	38,2	71,5
EBIT	13,9	10,0	8,6	0,5
<i>EBIT-marginal</i>	<i>35,7%</i>	<i>14,6%</i>	<i>22,7%</i>	<i>0,7%</i>

I Q4'22 var lönsamheten för Managed Services + Networks låg med en EBIT-marginal om cirka 0,7 %, medan lönsamheten för Communications var fortsatt god med en EBIT-marginal om cirka 22,7 %. I Q1'23 steg EBIT-marginalen kraftig för de bägge segmenten, där Communications EBIT-marginal uppgick till hela 35,7 % och Managed Services + Networks till 14,6 %. Lönsamheten har förbättrats av bland annat prisupjusteringar i kombination med kostnadsbesparingar. Vi ser detta som ett viktigt trendbrott, då EBIT-marginalen tidigare minskat sedan Q1'22. Vår tro om att Infracom har pricing power kvarstår och vi tror att de kan genomföra prishöjningar successivt, då flertalet av Infracoms produkter är need-to-have för företagen och att byta leverantör är krångligt och resurskrävande.



Segmentet Communications fortsätter att omsätta runt 40 MSEK även i Q1'23. Tidigare har intäkterna, EBIT och EBIT-marginalen uppvisat en viss negativ trend, men nu är intäkterna upp för andra kvartalet i rad och EBIT-marginalen förbättrades avsevärt under det första kvartalet 2023.



Intäkterna i segmentet Managed Services + Networks ökade markant under 2022 tack vare de tre förvärv som gjordes. EBIT-marginalen föll under 2022 och uppgick slutligen till 0,7% under Q4'22. Nu i Q1'23 förbättrades marginalen avsevärt och uppgick till imponerande 14,6 % i kvartalet.

Förvärv

Den stora nyheten under kvartalet var att Infracom gjorde ett transformativt förvärv av bolaget Connect samt ett mindre förvärv av Datatal. Förvärven innebar att Infracom fördubblade affärsvolymen.

Connect

Connect är en fullserviceleverantör av IT-lösningar och riktar sig likt Infracom mot små- och medelstora kunder. Bolaget har cirka 160 medarbetare och en kundbas bestående av cirka 7000 kunder³.

Verksamheten kan delas in i fyra affärsområden: IT, Telefoni, Dokument och Mötesteknik. Bolaget har också en webshop för försäljning av hårdvara. Enligt bolagets hemsida återfinns bolag som Stena, Tretorn, Capio och ICA i kundbasen. Vidare har bolaget kontor i 13 städer runt om i Sverige.

IT	121 MSEK
Telefoni	103 MSEK
Dokument	102 MSEK
Mötesteknik	80 MSEK
Totalt	406 MSEK

Under det brutna räkenskapsåret 2021/22 (12 mån) omsatte Connect preliminärt 406,0 MSEK med en EBITDA om 21,6 MSEK. Avtalsintäkterna uppgår till cirka 14 MSEK och växer.

Nettoomsättning	EBITDA-marginal	EBITDA
406 MSEK	5,32%	21,6 MSEK

Tillträdet av Connect skedde den 3:e april 2023 och rörelsevärdet uppgår på kassa och skuldfri basis till 194 MSEK (inklusive uppskattat värde av tilläggsköpeskillningar). Baserat på Connects förväntade resultat för 1 april 2023 - 30 mars 2024 motsvarar köpeskillingen en EV/EBITDA multipel om 5,4. Vi anser att detta är en attraktiv multipel och inom det intervall Infracom historiskt gjort sina förvärv.

Köpeskillning	(MSEK)
Kontant	99
Nyemitterade aktier	55
Tilläggsköpeskillning 2024*	18
Tilläggsköpeskillning 2025*	22
Totalt (inkl. add-ons)	194

**Beloppet kan bli högre beroende på prestation*

Datatal

Datatal är en mjukvaru- och applikationsutvecklare specialiserad på lösningar inom företagskommunikation som under det förkortade räkenskapsåret 2022 (9 mån) omsatte 6 miljoner kronor och redovisade en EBITDA om 0,1 miljoner kronor. Den preliminära köpeskillingen uppgick till 4,7 MSEK.

Omsättning	EBITDA-marginal	EBITDA
6 MSEK	1,7%	0,1 MSEK

Mer information finns att läsa i vår förvärvskommentar, som hittas på: <https://kalqyl.se/uppdatering-infracom-forvarv-av-connect-och-datatal>.

Sammantaget har Infracom gjort fem förvärv under de senaste tolv månaderna. Infracom Systech förvärvades i juli 2022 och fungerar nu som Infracom-koncernens inköpsfunktion, då bolaget har god erfarenhet kring hårdvaruinköp, kundanpassad mjukvaruinstallation och leverans i större kvantiteter. Trust-IT förvärvades i september 2022 och ansvarar för flera av Infracoms kundgrupper i Stockholmsområdet. Quality of Service förvärvades i november 2022 och arbetar på att utveckla affärsområdet inom digital arbetsplats. Fortsatt arbete med integration och att realisera synergieffekter kvarstår.

Nu återstår arbetet med att integrera Connect, som är ett betydligt större förvärv än de tre som gjordes under 2022. Connect bidrar med lokala kontor på 13 platser i Sverige och kan bidra med kundnärhet och kompetens inom försäljning. Vi bedömer det som en viktig faktor att Connect nu möjliggör för Infracom att komma ännu närmare kunden, från att främst ha varit en verksamhet med djupt tekniskt kunnande. Förvärvet kompletterar Infracom med en mer kundnära och lokal säljorganisation som vi bedömer ger Infracom ytterligare möjligheter att växa med företagskunder runt om i Sverige. I vår intervju med Bo Kjellberg uppgav han att de arbetar löpande med integrationen och att sätta gemensamma strukturer samt att hitta synergieffekter. Infracom har produkter och tjänster som Connect inte erbjöd tidigare och vice versa. Infracom har internetleverans, vilket Connect inte hade tidigare, och samtliga av Connects kunder har internet idag. Enligt Kjellberg är det en lågt hängande frukt, där Infracom kan komma att erbjuda detta framåt. Connect har tidigare jobbat med paketeringslösningar, vilket gjort att de tidigare missat större, mer komplexa affärer. Med Infracoms djupa tekniska kunnande kan de nu även ta sig an dessa affärer. Infracom kan med sin långa erfarenhet inom telefoni även stärka Connects erbjudande till kund. Kjellberg tar också upp att det nu finns möjlighet att gemensamt stärka sitt erbjudande inom mötesteknik, vilket är ett av Connects affärsområden. Dokumenthantering är ett affärsområde Infracom tidigare inte varit så aktiva inom, vilket de nu kan erbjuda till befintliga kunder. Kjellberg tar upp att flera aktörer tidigare använt dokumenthantering som ett sätt att ta sig in hos kunder och ser det som positivt att Infracom nu kan erbjuda en ännu mer komplett lösning⁶.

Kjellberg nämner att förvärvet av Datatal också bidrar med tjänster de inte hade tidigare och då framför allt Datatal Tid, som är en tjänst Infracom kan addera till sitt telefonierbjudande⁶.

Vi är fortsatt positiva till förvärven Infracom gjort och ser att flera av förvärven fyller luckor och stärker Infracoms erbjudande. Vi är framför allt positiva till att Infracoms försäljningsorganisation förstärks i och med förvärvet av Connect och bidrar med ytterligare en dimension för Infracom att utvecklas och få en mer kundnära organisation med lokal närvaro. Infracom har god erfarenhet av förvärv och integrationer av dessa, vilket bidrar ytterligare till vår positiva syn på förvärven.

Ägarförändringar

Den stora förändringen i ägarlistan är att säljarna i Connect har tillkommit, och de är nu näst största ägare i Infracom. Styrelseledamot Erik Fischbeck har ökat sitt innehav med 18 000 aktier under kvartalet. Alcur Fonder och FE Fonder har minskat sina innehav med cirka 275 000 aktier respektive cirka 67 000 aktier. Bland "säljarna av Connect" ingår Patrick Olson, som nu också valts in i styrelsen samt kommer vara marknadschef i Infracom. Det totala insynsägandet i Infracom uppgår till 64,6 % (Insynspersoner är understruktura i listan nedan.).

Ägare	Antal aktier	Röster
1. Bo Kjellberg	18 250 000	57,39 %
2. Säljarna av Connect	1 821 795	5,36%
3. Oskar Säfström	1 690 000	5,33 %
4. Alcur Fonder	1 599 535	4,71 %
5. Avanza Pension	1 444 307	4,25 %
6. FE Fonder	1 012 043	2,98 %
7. Sune Tholin	735 400	2,17 %
8. Nordnet Pensionsförsäkring	590 421	1,74 %
9. Cliens Fonder	575 670	1,81 %
10. Magnus Daneli	355 000	1,05 %

Förändring av antalet aktier

I samband med förvärvet genomfördes en kvittningsemission till emissionskursen 30,19 SEK per aktie. Kvittningsemissionen innebar att säljarna av Connect erhöill 1 821 795 nyemitterade aktier och kvittades således mot den revers som ställdes ut i samband med förvärvet.

Antalet aktier för förvärv	32 138 616
Kvittningsemission	1 821 795
Totalt antal aktier efter emission	33 960 411
Utspädning	5,4 %
Procentuell ökning av antalet aktier	5,7 %

På årsstämman 28:e april bemyndigades styrelsen att fatta beslut om nyemission om sammanlagt högst 3 000 000 aktier intill nästkommande ordinarie bolagsstämma². Detta enligt oss för att skapa utrymme för nya förvärv, där då aktien kan användas som betalmedel.

Utöver detta beslutades om två olika incitamentsprogram: "Teckningsoptionsprogram 2023/2026:1" och "Teckningsoptionsprogram 2023/2026:2".

Teckningsoptionsprogram 2023/2026:1		Teckningsoptionsprogram 2023/2026:1	
Till:	Ledande befattningshavare, nyckelpersoner och övriga anställda	Till:	Utvalda styrelseledamöter
Antal optioner:	1 100 000	Antal optioner:	80 000
Utspädning:	3,17 %	Utspädning:	0,24 %

Finansiell ställning

Infracom har en solid balansräkning med totala tillgångar om cirka 461,8 MSEK, varav cirka 7,7 MSEK i varulager, cirka 53,5 MSEK i kortsiktiga fordringar och 62,0 MSEK i kassa. Detta finansieras med cirka 269,4 MSEK i eget kapital och cirka 60,4 MSEK i bankfinansiering, samt resterande i icke-räntebärande finansiering. Ett lån om 79 MSEK har tagits upp efter kvartalets utgång i samband med förvärvet av Connect. De kort- och långfristiga leasingskulderna uppgår till cirka 10,1 MSEK

Infracom har ett finansiellt mål att Nettoskuld/EBITDA ska vara under 2,5x. I nuläget ligger Infracom långt under med en Nettoskuld/EBITDA om 0,0 vid kvartalets slut (exklusive tilläggsköpeskillingar och leasing). Nettoskuld/EBITDA beräknat på nettoskuld efter förvärvet av Connect (exklusive tilläggsköpeskillingar och leasing) uppgår till 1,4 (beräknat på en justerad nettoskuld om 120,8 MSEK och en EBITDA om 87,6 MSEK på R12). Vi ser fortsatt Infracoms finansiella ställning som stark, speciellt då EBITDA framåt kommer öka markant i och med förvärvet av Connect och sänka Nettoskuld/EBITDA ytterligare.

På årsstämman fastslogs det att en utdelning om 55 öre per aktie ska delas ut till aktieägarna².

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

Nettoskuld/EBITDA	Kassa	Lån
0,0	62,0 MSEK	60,4 MSEK
Nettoskuld	Nettoskuld inkl. add-ons	Nettoskuld inkl. add-ons och leasing
-1,6 MSEK	60,2 MSEK	70,3 MSEK

Siffrorna ovan är dock inte justerade för utdelning och förvärv, utan avser den finansiella ställningen vid utgången av kvartalet. Observera att den negativa nettoskulden (exklusive tilläggsköpeskillingar och leasing) innebär en nettokassa om 1,6 MSEK.

Tilläggsköpeskillingar

I samband med flera av Infracoms förvärv finns det möjlighet för utbetalning av tilläggsköpeskillingar beroende på om bolagen uppfyller uppsatta mål. Nedan följer en summering av kvarstående tilläggsköpeskillingar. I Connects fall kan den slutliga köpeskillingen komma att bli högre om bolaget överträffar uppsatta mål, då det inte finns en övre beloppsbegränsning på tilläggsköpeskillingen. Överträffas målen är säljarna berättigade till 50 % av det överstigande EBITDA-resultat efter avdrag för schabloniserad bolagsskatt.

Dotterbolag	Tilläggsköpeskillning	År
Advoco Communication AB	6,3 MSEK	2023/24
Infracom Systech AB	10,0 MSEK	2023/24/25
Trust-IT Sweden AB	2,5 MSEK	2023/24
Quality of Service AB	3,0 MSEK	2023/24
Connect	18,0 MSEK	2024
Connect	22,0 MSEK	2025
Totalt	61,8 MSEK	

Nuläge och outlook

Infracom gjorde under 2022 tre nya förvärv som adderar cirka 130,0 MSEK i omsättning och cirka 20,0 MSEK i EBITDA. Bolaget arbetar fortsatt med att integrera dessa i verksamheten genom att maximera synergier och skapa nya försäljningsmöjligheter. Den 28 februari 2023 gjordes ytterligare två förvärv av Connect och Datatal, som föregående räkenskapsår tillsammans hade cirka 414,0 MSEK i omsättning (räknat på 8,0 MSEK för helåret för Datatal) och cirka 21,7 MSEK i EBITDA.

Förvärven är en pusselbit i Infracom transformering från att vara ett nischbolag inom telefoni, IT-drift och nät till ett bolag som erbjuder helhetstjänster. Transformeringen är ett steg 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. I vår intervju uppgav VD Bo Kjellberg att detta fokus ger ökade möjligheter att växa tillsammans med kunden⁵.

I och med förvärven av Connect och Datatal uppgav Infracom att de kommer justera sina finansiella mål. Detta eftersom de förvärvade bolagen har betydligt lägre marginaler än Infracom har idag. Vidare anser vi att det kan bli svårt för Infracom att uppnå det finansiella målet om en omsättningstillväxt om 15-20 % framöver i och med det stora förvärvet av Connect. Vi ser dock en möjlighet för Infracom att öka omsättningen genom korsförsäljning mellan bolagens kundbaser. VD Bo Kjellberg uppgav att de nu står rustade för etableringar på nya geografiska marknader, vilket också är en option för tillväxt. Vidare uppgav han att Infracom närmar sig en miljard SEK i omsättning, vilket vi tolkar är ett mål Infracom arbetar efter att nå. Slutligen uppgav han att Infracom tittar på en notering på Nasdaq Small Cap⁴.

VD Bo Kjellberg uppgav i VD-ordet att Infracom har fortsatta förvärvsambitioner och att nu när de breddat sitt erbjudande finns det fler intressanta förvärvskandidater än tidigare. Enligt Kjellberg har det makroekonomiska läget också bidragit till att det finns fler förvärvskandidater än tidigare. I vår intervju uppgav Kjellberg att intressanta förvärv är bland annat kundstockar samt bolag som enkelt kan integreras i befintlig verksamhet.

Vi justerar våra estimat nu när de två förvärven genomförts. Vi höjer utsikterna för nettoomsättningen framåt och sänker EBIT- och vinstmarginalerna, då förvärven har betydligt lägre marginaler än befintlig verksamhet.

Värdering

Key stats			
Antal aktier	33 960 411	Börsvärde (MSEK)	1076,5
Aktiekurs (SEK)	31,70	Nettoskuld* (MSEK)	120,8
		Enterprise value (MSEK)	1197,3

*tilläggsköpeskillingar (61,8 MSEK) och leasingskulder (10,1 MSEK) inte inräknat.

Vid utgången av första kvartalet hade Infracom 62,0 MSEK i kassan och 60,4 MSEK i bankfinansiering. 99 MSEK ska erläggas kontant för Connect och 4,7 MSEK för Datatal. 79,0 MSEK av kreditfaciliteten på 175,0 MSEK utnyttjas. En utdelning om 18,7 MSEK ska också betalas ut den 5:e maj.

Vi korrigerar kassan därmed till 18,6 MSEK och att bankfinansiering ökar till 139,4 MSEK. Detta ger en nettoskuld om 120,8 MSEK. Notera att tilläggsköpeskillingar och leasingskulder inte ingår i beräkningen av enterprise value ovan och att börsvärdet är beräknat på det nya antalet aktier efter nyemission och dagens aktiekurs. Vi har inte tagit det nya incitamentsprogrammet i beaktning i våra estimat, då det utnyttjas under 2026.

	Belopp (MSEK)
Kassa vid kvartalets utgång	62,0
Bankfinansiering	60,4
Nytt lån	79,0
Summa kassa	141,0
Summa bankfinansiering	139,4
Betalning av förvärv	103,7
Utdelning	18,7
Summa kassa	18,6
Summa bankfinansiering	139,4
Nettoskuld	120,8

Rullande 12 månader			
Nettoomsättning	385,0	P/S	2,8
EBIT	73,4	EV/EBIT	14,8
Vinst	56,4	P/E	18,1
FCF	7,3	EV/FCF	150,0

Källa: Börldata

Historiskt snitt				
	P/S	EV/EBIT	P/E	P/FCF
Snitt 3 år	2,6	16,0	22,6	56,3
Snitt 5 år	2,4	16,4	24,0	119

Källa: Börldata

Nyckeltal (R12)			
Bruttomarginal	EBITDA-marginal	EBIT-marginal	Vinstmarginal
55,5 %	22,8 %	19,1 %	14,7 %
OPCF-marginal	FCF-marginal	ROE	ROIC
18,2 %	1,9 %	20,9 %	23,2 %

Källa: Börnsdata

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 främst har 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	BV	P/E	P/E, snitt 5 år	P/E 2023E	Oms.-tillväxt, snitt 5 år	Vinsttillväxt, 5 år	EBITDA%	EBIT%
Bahnhof	4 561	24,4	26,3	22,0	9,2%	13,7%	17,1%	13,4%
Bredband 2	1 189	17,7	27,0	16,0	20,6%	9,0%	15,6%	6,1%
Elisa	9 300	23,6	24,4		3,3%	3,5%	34,3%	22,0%
Qlosr	316	<i>neg.</i>					4,50%	-8,2%
Snitt	3 842	21,9	25,9	19,0	11,0%	8,7%	17,9%	8,3%
Median	2 875	23,6	26,3	19,0	9,2%	9,0%	16,4%	9,8%
Infracom	1 077	20,4	22,6	13,2	24,0%	34,6%	22,8%	19,1%

Estimat

<i>(MSEK)</i>	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	270,0	352,4	758,0	926,7	985,4
% y-o-y	20,5%	30,5%	115,1%	22,3%	6,3%
Övriga intäkter	3,0	2,8	3,0	3,0	3,0
Summa intäkter	273,0	355,3	761,0	929,7	988,4
<i>P/S</i>	<i>4,0</i>	<i>3,1</i>	<i>1,4</i>	<i>1,2</i>	<i>1,1</i>
Summa kostnader	215,2	287,2	650,7	803,6	853,9
% y-o-y	21,0%	33,5%	126,6%	23,5%	6,3%
EBIT	57,8	68,1	110,3	126,1	134,5
<i>EBIT-marginal</i>	<i>21,4%</i>	<i>19,3%</i>	<i>14,6%</i>	<i>13,6%</i>	<i>13,6%</i>
% y-o-y	20,4%	17,8%	61,9%	14,3%	6,7%
<i>EV/EBIT</i>	<i>20,7</i>	<i>17,6</i>	<i>10,9</i>	<i>9,5</i>	<i>8,9</i>
Vinst	45,6	52,7	81,6	95,8	104,2
<i>Vinstmarginal</i>	<i>16,9%</i>	<i>15,0%</i>	<i>10,8%</i>	<i>10,3%</i>	<i>10,6%</i>
% y-o-y	23,7%	43,2%	54,8%	17,4%	8,8%
<i>P/E</i>	<i>23,6</i>	<i>20,4</i>	<i>13,2</i>	<i>11,2</i>	<i>10,3</i>

I vårt huvudscenario för 2023E, så räknar vi med att den befintliga verksamheten (med de tre förvärven från 2022 inkluderade) fortsätter ligga på en omsättning runt 106-108 MSEK per kvartal.

Från och med 3:e april räknar vi även med de två nya förvärven av Connect och Datatal. Infracom uppgav att förvärvet gjordes till en EV/EBITDA-multipel om 5,4 baserat på budget för perioden 1 april 2023 - 30 mars 2024. Beräknat på den preliminära köpeskillingen på kassa och skuldfribasis om 195 MSEK skulle detta innebära en förväntad EBITDA på cirka 36 MSEK för perioden. Detta troligen hänförligt till en viss omsättningsökning och förbättrad lönsamhet. Vi räknar med att de förvärvade bolagen kommer bidra med 110 MSEK per kvartal till nettoomsättningen i Q2-Q4'23. Räknat på förväntad EBITDA om 36 MSEK skulle detta ge en EBITDA-marginal om cirka 8,2% och en nettoomsättning om 440 MSEK för perioden 1 april 2023 - 30 mars 2024. Vi räknar med att befintlig verksamhet har en EBIT-marginal om 20,3% under 2023 och de förvärvade verksamheterna 7,1%. Vidare räknar vi med ökade finansiella kostnader relaterat till högre räntekostnader i och med större lånebas än tidigare.

Vi räknar inte med att något nytt förvärv görs under 2023. Det finns så klart en option att fler förvärv görs, men det är inget vi räknar med i huvudscenariot. Vidare räknar vi med att EBIT-marginalen minskar i jämförelse med helåret 2022, då förvärven som gjorts har lägre marginaler.

För 2024 och 2025 räknar vi med att nya förvärv genomförs och räknar med att förvärven adderar 50 MSEK i omsättning vartdera året. Vi räknar med att förvärven har en EBIT-marginal på 10%. Vidare räknar vi med 1 % i organisk tillväxt för Infracoms befintliga verksamhet samt Connect och Datatal. Vi räknar med att marginalerna för de båda stärks något framöver.

	Värdering			
	Multipl	Vinst 2025E	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)
2025E	16	104,2	1667,8	49,1
Säkerhetsmarginal (30%)	16	73,0	1167,5	36,3

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

	Potentiell avkastning					
	Huvudscenariot			Säkerhetsmarginal (30%)		
	Faktor	Procent	CAGR	Faktor	Procent	CAGR
2025E	1,55	54,9%	15,7%	1,08	8,4%	2,7%

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.

Vinstx	Känslighetsanalys					
	Huvudscenariot 2025E			Säkerhetsmarginal (30%)		
	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %
13	1 355,1	42,2	25,9%	948,6	29,5	-11,9%
14	1 459,3	45,4	35,6%	1 021,5	31,8	-5,1%
15	1 563,6	48,7	45,2%	1 094,5	34,1	1,7%
16	1 667,8	51,9	54,9%	1 167,5	36,3	8,4%
17	1 772,0	55,1	64,6%	1 240,4	38,6	15,2%
18	1 876,3	58,4	74,3%	1 313,4	40,9	22,0%

I vårt huvudscenariot ser vi en uppsida om cirka 54,9 % med en CAGR om 15,7 % för 2025E. Applicerar vi en säkerhetsmarginal om 30 % får vi en uppsida om 8,4 % med en CAGR om 2,7 %. I ett optimistiskt scenario fortsätter Infracom förvärvsresan framåt och adderar fler förvärv som bidrar till tillväxt. En option är också att den geografiska expansionen tar fart och blir lyckosam. Detta skulle innebära en högre organisk och förvärvad tillväxt än vad vi förväntat oss och ge en högre uppsida i aktien. Ytterligare en option är att Infracom lyckas förbättra Connects marginaler, vilket skulle förbättra den totala lönsamheten avsevärt.

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://mfn.se/cis/a/Infracom-group/Infracom-group-ab-Infracom-tilltrader-connect-och-genomfor-kvittningsemission-099c4d89>
2. <https://mb.cision.com/Main/16548/3760506/2020186.pdf>
3. <https://connect.se/om-oss/>
4. <https://mb.cision.com/Main/16548/3724705/1880250.pdf>
5. <https://youtu.be/zh3kvhx6-Nk>
6. <https://youtu.be/DkKEqWAStV8>

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 förknippade med ekonomisk risk, och historisk avkastning ger ingen garanti för framtida avkastning. Kalqyl och samtliga medarbetare i organisationen får ej handla värdepapper i kundbolag från och med det tillfälle som ansvarig analytiker initierar arbetet med den aktuella analysen, och till dess att analysen varit publicerad i 48h.

Intressekonflikt

Erik Lundberg äger aktier i det analyserade bolaget



Analysen är en uppdragsanalys



Bilaga

2023	(MSEK)
Omsättning	
Infracom (befintlig)	428,0
Connect & Datatal*	330,0
Total omsättning 23E	758,0
EBIT	
Förväntad EBIT-marginal för Infracom 23E före förvärv	20,3%
EBIT	86,9
Förväntad EBIT-marginal för Connect & Datatal 23E	7,1%
EBIT	23,4
Total EBIT 23E	110,3
EBIT-marginal 23E	14,6%

*integreras 3/4 2023.

2024	(MSEK)
Omsättning	
Infracom (befintlig)	432,3
Tillväxt y-o-y	1,0%
Connect & Datatal	444,4
Tillväxt y-o-y	1,0%
Nytt förvärv 2024	50,0
Total omsättning 24E	926,7
EBIT	
Förväntad EBIT-marginal för Infracom 23E före förvärv	20,5%
EBIT	88,6
Förväntad EBIT-marginal för Connect & Datatal 23E	7,3%
EBIT	32,4
Förväntad EBIT-marginal för nytt förvärv	10,0%
EBIT	5,0
Total EBIT 24E	126,1
EBIT-marginal 24E	13,6%

2025	(MSEK)
Omsättning	
Infracom (befintlig)	436,6
Tillväxt y-o-y	1%
Connect & Datatal	448,8
Tillväxt y-o-y	1%
Förvärv 2023	50,0
Nytt förvärv 2024	50,0
Total omsättning 25E	985,4
EBIT	
Förväntad EBIT-marginal för Infracom 23E före förvärv	20,7%
EBIT	90,4
Förväntad EBIT-marginal för Connect & Datatal 23E	7,6%
EBIT	34,1
Förväntad EBIT-marginal för förvärv 2023 & 2024	10,0%
EBIT	10,0
Total EBIT 25E	134,5
EBIT-marginal 25E	13,6%