

2023-09-05

Infracom har släppt rapport för det andra kvartalet 2023, vilket var det första kvartalet där Connect var med i räkenskaperna. Nettoomsättningen uppgick till 203,9 MSEK (74,2), en ökning med cirka 175 % y-o-y, vilket främst var hänförligt till förvärvet av Connect. EBIT-marginalen uppgick till 12,2 % (20,5), där även minskningen var hänförligt till förvärvet av Connect som har lägre marginaler.

### Stark förvärvsdriven tillväxt

Under 2022 gjorde Infracom tre förvärv och under första kvartalet 2023 gjordes ytterligare två förvärv. Den starka tillväxten i kvartalet var hänförlig till dessa förvärv. Connect var det förvärv som stack ut storleksmässigt och det fördubblade Infracoms affärsverksamhet. 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 mellan bolagen och vår bedömning är att Connect är en viktig pusselbit i Infracoms fortsatta tillväxtresa. VD Kjellberg uppgav i vår intervju att Connect är en hörnsten för Infracoms framtida organiska tillväxtstrategi.

### Lönsamhet

EBIT-marginalen var väsentligen lägre i kvartalet i jämförelse med samma kvartal föregående år. Detta eftersom Connect har avsevärt lägre lönsamhet, då bolaget säljer mycket hårdvara, erbjuder konsulttjänster samt har en stor försäljningsorganisation. Vår tro är att det finns fler synergier att realisera framåt och att dessa har potential att förbättra såväl lönsamheten som försäljningen för Infracom.

### Outlook

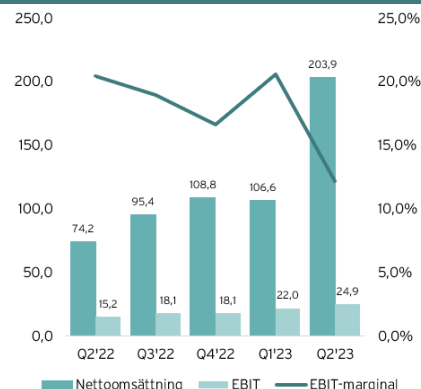
Vi väljer att justera våra estimat och sänker våra utsikter något framåt. Vi bedömer att det finns en god potentiell uppsida med optioner om högre organisk tillväxt, förbättrade marginaler, fler förvärv och högre värdering än vad vi räknat med. Detta i kombination med en stabil verksamhet, goda kassaflöden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

(MSEK)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>Nettoomsättning</b>	<b>270,0</b>	<b>352,4</b>	<b>734,1</b>	<b>922,2</b>	<b>965,6</b>
Tillväxt y-o-y	20,5%	30,5%	108,3%	25,6%	4,7%
P/S	4,0	3,0	1,5	1,2	1,1
<b>Summa kostnader</b>	<b>215,2</b>	<b>287,2</b>	<b>634,8</b>	<b>803,7</b>	<b>838,3</b>
Tillväxt y-o-y	21,0%	33,5%	121,0%	26,6%	4,3%
<b>EBIT</b>	<b>57,8</b>	<b>68,1</b>	<b>104,2</b>	<b>123,5</b>	<b>132,3</b>
EBIT-marginal	21,4%	19,3%	14,2%	13,4%	13,7%
Tillväxt y-o-y	20,4%	17,8%	52,9%	18,5%	7,1%
EV/EBIT	19,9	16,9	11,0	9,3	8,7
<b>Vinst</b>	<b>45,6</b>	<b>52,7</b>	<b>78,8</b>	<b>94,1</b>	<b>101,1</b>
Vinstmarginal	16,9%	15,0%	10,7%	10,2%	10,5%
Tillväxt y-o-y	23,7%	43,2%	49,4%	19,4%	7,4%
P/E	23,5	20,3	13,6	11,4	10,6

### Fakta

VD	Bo Kjellberg
Lista	Spotlight
Ticker	INFRA
Aktiekurs (SEK)	31,50
Antal aktier (Miljoner)	34,0
Börsvärde (MSEK)	1 069,8
Nettoskuld (MSEK)	81,4
Enterprise value (MSEK)	1 151,2
Insiderägande	64,1%
Nästa rapport	2023-11-10

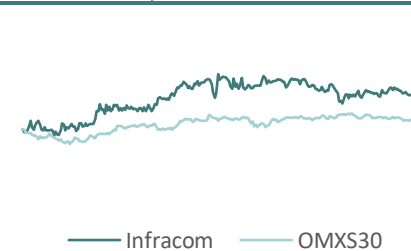
### Kvartalsutveckling



### Analytiker

Erik Lundberg  
[erik.lundberg@kalqyl.se](mailto:erik.lundberg@kalqyl.se)

### Kursutveckling 12 månader



Kursutveckling %	1 m	3 m	12m
Infracom	9,0	7,1	40,4

## 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.

"Med vårt helhetserbjudande ser jag nya affärsmöjligheter, när vi nu sammanlänkar all den kunskap vi nu besitter in-house, för att utveckla nya slagkraftiga erbjudanden, som flyttar fram Infracoms marknadspositioner. Det är egentligen nu som resan påbörjas.

- Bo Kjellberg, VD Infracom

## Investeringscase

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

## Finansiell utveckling

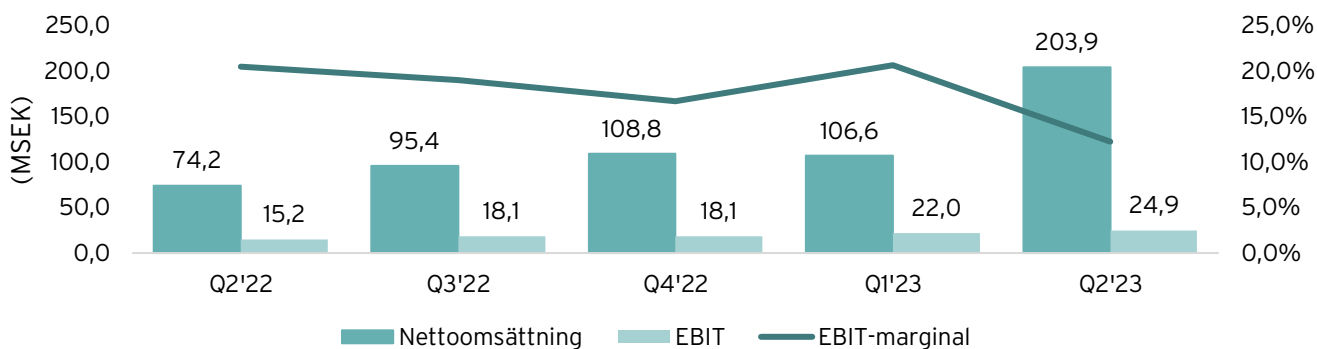
Det andra kvartalet 2023 var det första kvartalet där förvärvet Connect ingick i räkenskaperna. Nettoomsättningen uppgick till 203,9 MSEK (74,2), vilket motsvarade en ökning med 174,8 procent y-o-y. Den stora ökningen i nettoomsättning är främst hänförlig till förvärvet av Connect, men också hänförligt till förvärven av Systech, Trust-IT och Quality of Service som förvärvades H2'22. Infracom rapporterar inte organisk tillväxt, men vi utgår fortsatt ifrån att den är låg i kvartalet.

I vår intervju uppgav VD Bo Kjellberg att Infracom tidigare inte haft några säsongeffekter för nettoomsättningen, men i och med förvärven som gjorts kommer vissa säsongeffekter förekomma. Detta eftersom Connect har en konsultdel och (även tidigare förvärv) även försäljning av hårdvara. Därför kan säsongeffekter synas i Q3'23, då semesterperioden infinner sig och ingen försäljning eller konsultverksamhet bedrivs<sup>2</sup>.

EBIT uppgick till 24,9 MSEK (15,3) i kvartalet, vilket motsvarande en EBIT-marginal om 12,2 procent (20,5). EBIT-marginalen är betydligt lägre än jämförelsekvartalet föregående år, vilket förklaras av att förvärvade Connect har en lägre lönsamhet. Connects lönsamhet är lägre på grund av att bolaget har en mer hårdvarubaserad affärsmodell, en omfattande säljorganisation och även tillhandahåller konsulttjänster.

EBIT belastades med 2,2 MSEK i form av engångskostnader i samband med förvärvet (främst kostnader för jurister). Justerat för dessa engångskostnader landar EBIT på 27,1 MSEK, vilket hade motsvarat en EBIT-marginal om 13,3 procent. I vår intervju uppgav VD Kjellberg att Connect följer målen att uppnå en EBITDA om 36,0 MSEK de kommande tolv månaderna från förvärvet<sup>2</sup>. I vår intervju uppgav Kjellberg att det finns ytterligare synergier att realisera framåt, vilket kommer ha positiv effekt på både omsättning och lönsamhet<sup>2</sup>. Ett omfattande arbete för att paketera tjänster med Connect har nu inletts och leds av Connects tidigare VD Patrick Olson. Connect har en stark säljorganisation, som enligt Kjellberg, genomfört flera lyckade affärer med att sälja Infracoms telefonlösning och fiberinternet.

Finansiell utveckling - Nettoomsättning och EBIT

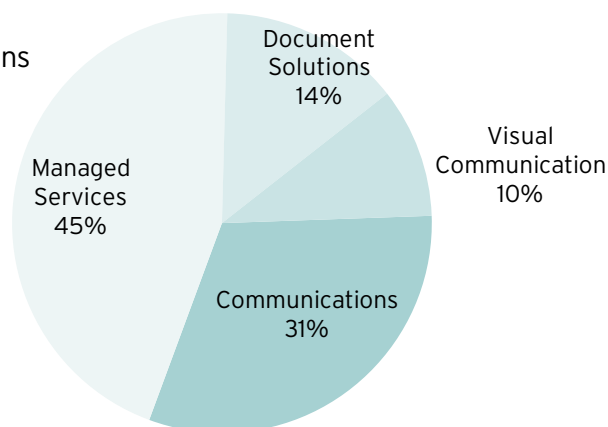


Resultat efter skatt per aktie uppgick till 0,54 kr (0,38), vilket innebar en ökning med cirka 42 procent y-o-y. Kassaflödet från den löpande verksamheten före förändringar av rörelsekapital uppgick till cirka 28,8 MSEK (14,5) och efter förändringar av rörelsekapital till cirka 47,8 MSEK (9,2). Det justerade fria kassaflödet (beräknat som kassaflödet från den löpande verksamheten före förändringar av rörelsekapital - CAPEX - leasingkostnader) uppgick för kvartalet till 20,5 MSEK. Infracom fortsätter generera stabila kassaflöden, vilket är en viktig faktor för den fortsatta förvärvsresan.

## Segmentsfördelning

Tidigare redovisade Infracom två affärsområden: Communications och Managed Services. I och med förvärvet av Connect har Infracom nu fyra affärsområdena, där Document Solutions och Visual Communication tillkommit.

De två tidigare affärsområdena Managed Services och Communications utgjorde tillsammans cirka 76 procent av nettoomsättningen och de två nya affärsområdena Document solutions och Visual Communications utgjorde 24 procent i kvartalet.



(MSEK)

<b>Communications</b>	Nettoomsättning	63,6
	<i>EBIT-marginal</i>	21,9%
	EBIT	14,0
<b>Managed Services</b>	Nettoomsättning	91,3
	<i>EBIT-marginal</i>	23,5%
	EBIT	21,4
<b>Document Solutions</b>	Nettoomsättning	28,6
	<i>EBIT-marginal</i>	8,4%
	EBIT	2,4
<b>Visual Communication</b>	Nettoomsättning	20,4
	<i>EBIT-marginal</i>	4,4%
	EBIT	0,9
<b>Totalt</b>	Nettoomsättning	203,9
	<i>EBIT-marginal</i>	12,2%
	EBIT	24,9

(Koncerngemensamma kostnader påverkar EBIT för totalen med totalt 13,7 MSEK)

Communications och Managed Services är med god marginal de mest lönsamma affärsområdena i jämförelse med Document Solutions och Visual Communications.

Infracoms kärnverksamhet var mer lönsam än förvärvade Connect, vilket enligt VD Kjellberg förklaras av att Infracom har mycket egenutvecklad mjukvara i sina tjänster<sup>2</sup>. De två nya affärsområdena är hårdvarubaserade, vilket innebär en lägre marginal i jämförelse med ren mjukvara. Planen är att addera tjänster till dessa affärsområden och integrera dem i helhetserbudanden. Enligt Kjellberg är båda affärsområdena viktiga komponenter i ett helhetserbudande<sup>2</sup>.

VD Kjellberg poängterade också att affärsområdena Document Solutions och Visual Communication är viktiga nycklar för att komma in hos kunder, men också viktiga tjänster för merförsäljning hos befintliga kunder framåt. Vidare uppgav han att Infracom undersöker möjligheten att utveckla nya affärsområden, men att bolaget inte är riktigt där ännu. Framöver läggs allt fokus på de befintliga affärsområdena samt hur dessa ska paketeras och säljas till kund. I dagsläget är Infracom inte intresserade av att förvärva ytterligare affärsområden. I stället fokuserar bolaget på förvärv som kan öka volymen inom de redan etablerade affärsområdena. Kjellberg menar på att ökar de volymen i de befintliga affärsområdena, så kan lönsamheten också förbättras<sup>2</sup>.

## Förvärv

Som tidigare nämnt var det andra kvartalet det första kvartalet där Connect ingick i räkenskaperna. För mer information om Connect, så har vi skrivit en kommentar kring förvärvet här:

[https://kalqyl.se/sites/default/files/2023-05/Infracom\\_F%C3%B6rv%C3%A4rvskommentar.pdf](https://kalqyl.se/sites/default/files/2023-05/Infracom_F%C3%B6rv%C3%A4rvskommentar.pdf).

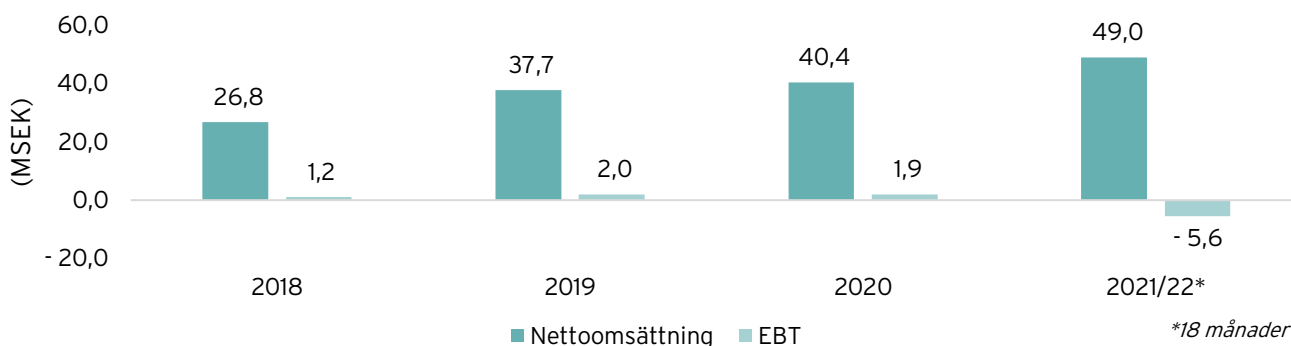
Connect är Infracoms största förvärv hittills, och det fördubblade den totala affärsvolymen. Bolaget omsatte 406,0 MSEK under det brutna räkenskapsåret 2021/22 med en EBITDA om 21,6 MSEK. Efter det andra kvartalets utgång gjordes ett nytt förvärv: Ohlandergruppen. Ohlandergruppen blev från och med den första augusti en del av Infracom Connect. VD Kjellberg beskriver förvärvet som ett kundregister, där personalen också tas över. Han poängterar också att det i nuläget är svårt att uppskatta vad bolaget kommer att generera i intäkter, vilket var en anledning till att förvärvet inte kommunicerats. Ohlandergruppens siffror inkluderades inte i siffrorna som presterades i samband med förvärvet av Connect<sup>2</sup>.

### Kort om Ohlandergruppen

Ohlandergruppens verksamhet består av att leverera IT-driftstjänster till små och medelstora företag, och bolaget har kontor i Stockholm. Bolagets mål är att fungera som kundernas externa IT-avdelning, där fokus ligger på drift, support och underhåll. De har flera olika paketerade tjänster som kan anpassas efter kundens behov och de är en oberoende leverantör av flera olika hård- och mjukvarufabrikat inom IT.

I bolagets årsredovisning för 21/22 framgick det att bolaget påverkades avsevärt negativt av Covid-19 under 2021. Detta ledde till att bolagets eget kapital var förbrukat den 31:e maj 2022 och aktieägartillskott lämnades. Bolaget strukturerades sedan om och lyckades få in 20 nya kunder under H1'22, vilket kan jämföras med endast två nya kunder under hela 2021. Vidare framgick det att bolagets kassaflöde varit positivt under H2'22.

Ohlandergruppen - Finansiell utveckling



Enligt årsredovisningen var medelantalet anställda 14 under 2021/22 och personalkostnaderna totalt cirka 17,0 MSEK för 18 månader. Handelsvaror uppgick till 30,1 MSEK och övriga externa kostnader till 7,0 MSEK.

VD Kjellberg uppgav i vår intervju att Infracom nu har goda förutsättningar för att fortsätta sin förvärvsresa. Han poängterar att Infracom nu är större än tidigare, har en god lönsamhet samt en fördelaktig låneram med sin bank. I och med att Infracom nu är större tror han att de kan integrera nästa förvärv på ett ännu bättre sätt än tidigare. Fokuset framåt är att hitta bra bolag till rätt pris.

Kjellberg menar att de historiskt förvärvat bolag till låga multiplar, vilket så klart också är en viktig faktor framåt. Just nu finns det många bolag till försäljning, och priserna har kommit ner något. Dock har många av dessa bolag en svag lönsamhet, och enligt Kjellberg är bolagens lönsamhet viktigt att beakta.

Historiskt har Infracoms strategi varit att växa genom förvärv och den organiska tillväxten har varit låg. I och med förvärvet av Connect är strategin framåt även att växa organiskt. Connect är nyckeln framåt för att få i gång den organiska tillväxten med sitt fokus på försäljning och sin kundnära organisation. Detta i kombination med att Infracom nu har ett starkare produkt erbjudande ska driva den organiska tillväxten framåt enligt Kjellberg<sup>2</sup>.

Vi har sedan tidigare ställt oss positiva till förvärvet av Connect. Det är dock ett stort förvärv, vilket också innebär risker. Vi tycker det finns många intressanta aspekter kring förvärvet. Connect med sin försäljningsorganisation, och 13 lokala kontor runt om i Sverige, tror vi kommer bli viktig för Infracom framåt. Förvärvet av Connect möjliggör VD Kjellbergs plan att gå från ett centraliserat företag med drifttjänster mot ett mer kundnära och komplett bolag. Produkt erbjudandet är nu mer komplett än tidigare eftersom Infracoms erbjudande kompletteras med dokumenthantering och mötesteknik. Infracom kompletterar Connect med bland annat sin egenutvecklade telefonitjänst, större datacenter och en mer homogen IT-miljö. Kjellberg uppgav också att Infracoms internetleverans är ett viktigt komplement för Connect. Connect har internetleverans i Halmstad, men nu får Connect tillgång till 17 stadsnät i de största städerna och kan sälja internet även där. Nu återstår det för Connects tidigare VD Patrick Olson att paketera Infracoms tjänster och sedan lansera dessa till marknaden. Vi ställer oss positiva till den här satsningen och lyckas Infracom få fart på den organiska tillväxten, samt kombinera detta med förvärvad tillväxt, så öppnar det upp för en spännande tillväxtresa framgent. Kjellberg lyfte i VD-ordet att Connects säljorganisation redan gjort flera lyckade affärer med att sälja Infracoms telefonlösning och internet i kvartalet. Vi anser att det talar för att den nya strategin kan bli framgångsrik.

## Förändring av antalet aktier

På årsstämman beslutades det om två olika incitamentsprogram: "Teckningsoptionsprogram 2023/2026:1" och "Teckningsoptionsprogram 2023/2026:2". Incitamentsprogrammen omfattar totalt 1190 000 optioner, vilket medför en maximal utspädningseffekt om cirka 3,39 procent av det totala antalet aktier och röster.

Teckningsoptionsprogram 2023/2026:1		Teckningsoptionsprogram 2023/2026:1	
Till:	Ledande befattningshavare, nyckelpersoner och övriga anställda	Till:	Utvalda styrelseledamöter
Antal optioner:	1 110 000	Antal optioner:	80 000

Efter att teckningstiden har löpt ut har 25 personer tecknat sig för 195 500 teckningsoptioner (16 procent av antalet teckningsoptioner). Teckningsoptionerna emitterades till en kurs om 3,89 SEK/option. Varje option berättigar till en nyteckning av en aktie till en kurs om 40,80 SEK. Tecknas de 195 500 optionerna innebär det en utspädningseffekt om 0,57 procent. Resterande, ännu ej tecknade optioner i "teckningsoptioner serie 2023/2026:1", kommer fram till nästa årsstämma finnas tillgängliga för eventuella erbjudanden till anställda.

Sedan tidigare har Infracom ytterligare två teckningsoptionsprogram: 2021/2024:1 och 2021/2024:2. Teckningsoptionsprogrammen omfattar totalt 589 900 teckningsoptioner som ger rätt att teckna aktier under perioden 15 maj - 30 juni 2024 för 29,30 SEK. Utnyttjas teckningsoptionsprogrammen fullt 2024 innebär detta en utspädning om 1,86 procent. De fyra utställda teckningsoptionsprogrammen omfattar totalt 785 400 teckningsoptioner.

## Finansiell ställning

Infracom har en solid balansräkning med totala tillgångar om cirka 732,0 MSEK, varav cirka 20,4 MSEK i varulager, cirka 114,9 MSEK i kortsiktiga fordringar och 59,0 MSEK i kassa. Detta finansieras med cirka 324,9 MSEK i eget kapital och cirka 140,4 MSEK i bankfinansiering, samt resterande i icke-räntebärande finansiering. De kort- och långfristiga leasingsskulderna uppgår till cirka 33,8 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 0,8 vid kvartalets slut (exklusive tilläggsköpeskillingar och leasing). Vi ser fortsatt Infracoms finansiella ställning som stark, och Nettoskuld/EBITDA kommer enligt våra estimat sjunka ytterligare framöver när EBITDA ökar och kassan stärks av Infracoms stabila kassaflöden.

Under kvartalet har en utdelning om 55 öre per aktie delats ut till aktieägarna, vilket motsvarar 18,7 MSEK.

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

Nettoskuld/EBITDA	Kassa	Räntebärande lån
0,8	59,0 MSEK	140,4 MSEK
Nettoskuld	Nettoskuld inkl. add-ons	Nettoskuld inkl. add-ons och leasing
81,4 MSEK	143,2 MSEK	177,0 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 överstigande EBITDA-resultat efter avdrag för schabloniserad bolagsskatt.

Dotterbolag	Tilläggsköpeskilling	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
<b>Totalt</b>	<b>61,8 MSEK</b>	



## Nuläge och outlook

Infracom förvärvade tre bolag under 2022, vilket adderade 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. Transformationen av verksamheten innebär att Infracom kommer särskilja sig ytterligare från sina konkurrenter, eftersom få aktörer på den svenska marknaden erbjuder en lika bred produktportfölj som Infracom. 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. En annan aspekt som Infracom aktivt arbetar med är att göra verksamheten ännu mer kundcentrerad. Fokus skiftar därmed något från en teknikorierad inriktning till att lägga större vikt vid det kundnära arbetet. Detta möjliggörs i och med förvärvet av Connect, som har en stark försäljningsorganisation samt kontor i 13 städer runt om i Sverige.

I och med förvärven av Connect och Datatal uppgav Infracom att de kommer utvärdera sina finansiella mål under 2023. Detta eftersom, framför allt Connect, har betydligt lägre marginaler än Infracom. Vidare anser vi att det kan bli svårt för Infracom att uppnå det finansiella målet om en omsättningstillväxt om 15-20 % årligen framöver i och med det stora förvärvet av Connect. Vi ser dock en möjlighet för Infracom att öka omsättningen genom korsförsäljning mellan bolagens kundbaser, vilket är något Kjellberg också uppgav som ett mål. Infracom ska fokusera på att paketera sina produkter samt på försäljningsarbete. I och med detta ska Infracom nu försöka att börja växa organiskt och lyckade affärer har redan skett i kvartalet.

Infracom har fortsatta förvärvsambitioner och fokus ligger på att förvärva bolag inom befintliga affärsområden. Enligt Kjellberg har det makroekonomiska läget bidragit till att det finns fler förvärvskandidater än tidigare.

Vår bedömning är att Infracom har en spännande tid framför sig. Lyckas bolaget få fart på den organiska tillväxten, i kombination med fortsatta förvärv, kan tillväxten framåt överraska på uppsidan.

I våra estimat hade vi räknat med att Infracoms befintliga verksamhet (med de tre förvärven från 2022 inkluderade) skulle uppnå en omsättning runt 106-108 MSEK per kvartal under 2023E. Vidare hade vi räknat med att Connect skulle bidra med 110 MSEK per kvartal under 2023E. Det andra kvartalet kom in något lägre med en omsättning om 203,9 MSEK, vilket gör att vi nedjusterar våra estimat för nettoomsättningen och EBIT för 2023E. Vi räknar med att Q3'23 kommer ligga ungefär i linje med Q2'23, där synergier bidrar positivt till omsättningen samtidigt som semesterperioden ger en säsongsmässig negativ effekt på försäljnings- och konsultdelen. Förvärvet av Ohlandergruppen tillkommer från och med den första augusti och bidrar troligen positivt till nettoomsättningen. Bolagets bidrag är dock, enligt Kjellberg, svår att kvantifiera i nuläget. Vi väljer att räkna med att Ohlandergruppen kommer bidra med cirka 2,5 MSEK per månad i nettoomsättning under 2023, vilket är relativt konservativt sett till bolagets historik.

Vidare räknar vi med ökade finansiella kostnader relaterat till högre räntekostnader i och med större lånebas och ett högre ränteläge än tidigare.

I vårt huvudscenario räknar vi inte att några nya förvärv kommer att genomföras under 2023. Visserligen finns det en möjlighet för ytterligare förvärv, men vi betraktar detta som en option. Vidare räknar vi med att EBIT-marginalen minskar i jämförelse med helåret 2022, då förvärven som gjorts har lägre marginaler.

För 2024 och 2025 förväntar vi oss att nya förvärv kommer att genomföras. Vi räknar med att dessa förvärv kommer att addera 50 MSEK i omsättning vardera per år. Vi räknar med att förvärven har en EBIT-marginal om 10 %, främst baserat på VD Kjellbergs kommentarer i intervjun. Att estimeras framtida förvärv är osäkert, men eftersom förvärv utgör en central del i Infracoms tillväxtplaner väljer vi likväl att inkludera detta i våra estimat. Infracom har sedan 2018 gjort minst ett förvärv per år, och ofta totalt sett med en högre omsättningsvolym än 50 MSEK. Vidare räknar vi med viss organisk tillväxt för Infracoms befintliga verksamhet samt Connect och Datatal, då vi tror att den organiska tillväxtsatsningen kommer ge viss effekt.

## Värdering

Key stats			
Antal aktier	33 960 411	Börsvärde (MSEK)	1069,8
Aktiekurs (SEK)	31,5	Nettoskuld* (MSEK)	81,4
		Enterprise value (MSEK)	1151,2

\*tilläggsköpeskillingar (61,8 MSEK) och leasingskulder (33,8 MSEK) inte inräknat.

Rullande 12 månader			
Nettoomsättning	514,7 MSEK	P/S	2,1
EBIT	83,1 MSEK	EV/EBIT	13,9
Vinst	63,0 MSEK	P/E	17,0
FCF	-31,3 MSEK	EV/FCF	neg.

Historiskt snitt				
	P/S	EV/EBIT	P/E	P/FCF
Snitt 3 år	2,7	16,0	22,2	74,4
Snitt 5 år	2,4	16,2	23,6	115,4

Källa: Börldata

Nyckeltal (R12)			
Bruttomarginal	EBITDA-marginal	EBIT-marginal	Vinstmarginal
53,7 %	20,1 %	16,2 %	12,2 %
OPCF-marginal	FCF-marginal	ROE	ROIC
21,1 %	-6,1 %	19,4 %	12,7 %

Källa: Börldata

## Peers

Vi anser att det finns fyra börsnoterade peers som kan vara relevanta att jämföra med Infracom. Infracom har enbart B2B-intäkter till skillnad från övriga fyra, 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	EV/EBIT	Oms.-tillväxt, snitt 5 år	Vinsttillväxt, 5 år	EBITDA%	EBIT%
Bahnhof	3 926	20,9	25,5	14,7	9,5%	13,8%	16,8%	13,2%
Bredband 2	1 371	19,0	27,3	16,6	20,8%	10,6%	15,7%	6,3%
Elisa	7 528	19,1	23,5	18,4	3,4%	3,6%	34,3%	22,1%
Qlosr	222	neg.	-	neg.	-	-	2,7%	neg.
<b>Snitt</b>	3 262	19,7	25,4	16,6	11,2%	9,3%	17,4%	13,9%
<b>Median</b>	2 649	19,1	25,5	16,6	9,5%	10,6%	16,3%	13,2%
Infracom	1 070	17,0	22,4	14,3	24,0%	36,1%	20,1%	16,2%

## Estimat

(MSEK)	2022	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	352,4	734,1	922,2	965,6
% y-o-y	30,5%	108,3%	25,6%	4,7%
Övriga intäkter	2,8	4,9	5,0	5,0
<b>Summa intäkter</b>	<b>355,3</b>	<b>739,0</b>	<b>927,2</b>	<b>970,6</b>
<i>P/S</i>	<i>3,0</i>	<i>1,5</i>	<i>1,2</i>	<i>1,1</i>
<b>Summa kostnader</b>	<b>287,2</b>	<b>634,8</b>	<b>803,7</b>	<b>838,3</b>
% y-o-y	33,5%	121,0%	26,6%	4,3%
<b>EBIT</b>	<b>68,1</b>	<b>104,2</b>	<b>123,5</b>	<b>132,3</b>
<i>EBIT-marginal</i>	<i>19,3%</i>	<i>14,2%</i>	<i>13,4%</i>	<i>13,7%</i>
% y-o-y	17,8%	52,9%	18,5%	7,1%
<i>EV/EBIT</i>	<i>16,9</i>	<i>11,0</i>	<i>9,3</i>	<i>8,7</i>
<b>Vinst</b>	<b>52,7</b>	<b>78,8</b>	<b>94,1</b>	<b>101,1</b>
<i>Vinstmarginal</i>	<i>15,0%</i>	<i>10,7%</i>	<i>10,2%</i>	<i>10,5%</i>
% y-o-y	43,2%	49,4%	19,4%	7,4%
<i>P/E</i>	<i>20,3</i>	<i>13,6</i>	<i>11,4</i>	<i>10,6</i>
Vinst per aktie	1,68	2,32	2,77*	2,93*

\*Räknat med att en full teckning sker i teckningsoptionsprogrammet 2021/24 som omfattar totalt 589 900 optioner.

Vi har valt att värdera Infracom till 16x vinsten på 2025E. Vi bedömer värderingen på P/E 16 som motiverad, även om den är lägre sett till historisk värdering och till peers. Utfall vid högre, och lägre, multiplar återfinns i känslighetsanalysen.

	Värdering			
	Multipl	Vinst 2025E	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)
<b>2025E</b>	16	101,1	1617,6	46,8
<i>Säkerhetsmarginal (30%)</i>	<i>16</i>	<i>70,8</i>	<i>1132,3</i>	<i>32,8</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>	1,51	51,2%	18,0%	1,06	5,8%	2,3%

Vidare följer en känslighetsanalys med ett beräknat utfall på vår estimerade vinst för 2025E, där utfallet redovisas vid olika angivna P/E-multiplar.

Känslighetsanalys						
Vinstx	Huvudscenario 2025E			Säkerhetsmarginal (30%)		
	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %
13	1 314,3	38,0	22,9%	920,0	26,6	-14,0%
14	1 415,4	41,0	32,3%	990,8	28,7	-7,4%
15	1 516,5	43,9	41,8%	1 061,6	30,7	-0,8%
<b>16</b>	<b>1 617,6</b>	<b>46,8</b>	<b>51,2%</b>	<b>1 132,3</b>	<b>32,8</b>	<b>5,8%</b>
17	1 718,7	49,7	60,7%	1 203,1	34,8	12,5%
18	1 819,8	52,7	70,1%	1 273,9	36,9	19,1%
19	1 920,9	55,6	79,6%	1 344,6	38,9	25,7%
20	2 022,0	58,5	89,0%	1 415,4	41,0	32,3%

I vårt huvudscenario ser vi en uppsida om cirka 51,2 procent med en CAGR om 18,0 procent för 2025E. Applicerar vi en säkerhetsmarginal om 30 procent får vi en uppsida om 5,8 procent med en CAGR om 1,4 procent. I ett optimistiskt scenario fortsätter Infracom förvärvsresan framåt och adderar fler större förvärv som bidrar till tillväxt. En option är också att den organiska tillväxten tar fart genom synergier med Connect och eventuellt även en geografisk expansion. 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. Vi skulle heller inte bli förvånade om marknaden värderar Infracoms stabila och konjunkturokänsliga verksamhet till P/E 17-18, men multiplexpansion är inget som krävs för framtida uppsida. 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://ohlangergruppen.se/>
2. <https://youtu.be/xk8AVAJI0pI?si=xNbEMnPnTB5aj6c2>

## 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 inte aktier i det analyserade bolaget



Analysen är en uppdragsanalys

