

2023-05-14

I det första kvartalet uppgick nettoomsättningen till 199,3 MSEK (106,6), en ökning med cirka 87,0 % y-o-y, vilket främst var hänförligt till förvärvet av Connect. EBIT-marginalen uppgick till 12,1 % (20,6), där även minskningen var hänförlig till bland annat förvärvet av Connect och periodiseringseffekter. EBIT uppgick till 24,1 MSEK (22,0).

Stark förvärvsdriven tillväxt

Den starka tillväxten i kvartalet var hänförlig till förvärvet av Connect, då förvärvet fördubblade InfraComs affärsverksamhet. Under kvartalet tillträdde InfraCom ytterligare ett förvärv, ComCenter, som länge varit en partner till InfraCom. ComCenter redovisade en omsättning om 54,3 MSEK (varav 11,0 MSEK kommer elimineras i koncern-resultaträkning) och EBIT om 7,2 MSEK under det brutna räkenskapsåret 2021/22. Efter kvartalets utgång förvärvade InfraCom även QSi Sweden och Centiljon, som hade en sammanslagen nettoomsättning om 60,0 MSEK och en EBIT om 4,0 för 2023.

Lönsamhet

EBIT-marginalen var väsentligt lägre i kvartalet i jämförelse med samma kvartal föregående år, men betydligt högre än under Q4'23 och således ett steg i rätt riktning. EBIT-marginalen påverkades negativt av förvärvet av Connect, men också av bland annat periodiseringseffekter som påverkade med -0,9 procent. Periodiseringseffekten medför att InfraComs marginal kommer att påverkas negativt under 2024, innan marginalen förhoppningsvis kan stärkas och normaliseras.

Outlook

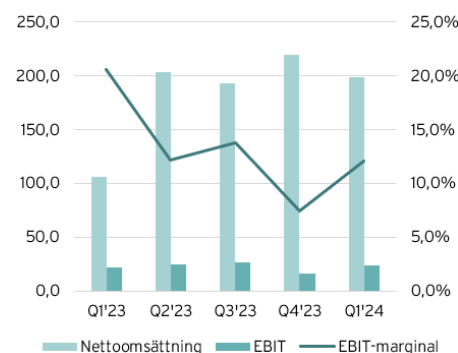
Vi väljer att göra justeringar i våra estimat framåt, då Kjellberg bland annat flaggade för att den svagare konjunkturen påverkar InfraComs kunder. Vi bibehåller vår positiva framtidstro för InfraCom och bedömer att det finns en god potentiell uppsida med optioner om högre organisk tillväxt, förbättrade 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 fortsatt anser att InfraCom är en attraktiv investering för den långsiktiga investeraren.

(MSEK)	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	352,4	723,3	870,0	935,0	985,0
Tillväxt y-o-y	30,5%	105,2%	20,3%	7,5%	5,3%
P/S	3,0	1,5	1,2	1,1	1,1
Summa kostnader	287,2	639,9	771,3	819,0	860,0
Tillväxt y-o-y	33,5%	122,8%	20,5%	6,2%	5,0%
EBIT	68,1	89,9	105,2	122,0	131,0
EBIT-marginal	19,3%	12,4%	12,1%	13,0%	13,3%
Tillväxt y-o-y	17,8%	32,0%	17,0%	16,0%	7,4%
EV/EBIT	18,1	13,7	11,7	11,0	9,4
Vinst	52,7	63,8	89,9	91,3	98,5
Vinstmarginal	15,0%	8,8%	10,3%	9,8%	10,0%
Tillväxt y-o-y	43,2%	21,0%	40,9%	1,6%	7,9%
P/E	20,3	16,8	11,9	11,7	10,9

Fakta

VD	Bo Kjellberg
Lista	Spotlight
Ticker	INFRA
Aktiekurs (SEK)	30,90
Antal aktier (Miljoner)	34,6
Börsvärde (MSEK)	1 070,2
Nettoskuld (MSEK)	165,2
Enterprise value (MSEK)	1 235,4
Insiderägande	58,5%
Nästa rapport	2024-08-23

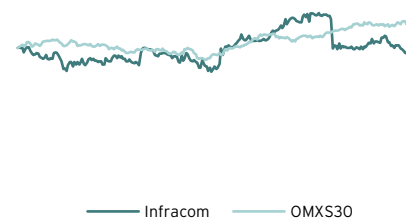
Kvartalsutveckling



Analytiker

Erik Lundberg
erik.lundberg@kalqyl.se

Kursutveckling 12 månader



Kursutveckling %	1 m	3 m	12m
InfraCom	-8,3	-18,0	-1,9

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 i form av abonnemangsentäkter bundna i långa avtal med kund. Detta leder till stabila intäkter och 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 förvärvs- och tillväxtresan kommer att fortsätta framåt. Detta i kombination med ledningens mål om organisk tillväxt kan leda till fortsatt stark tillväxt framöver.

"Det krävs ordning och reda i förflyttningen från att tidigare ha varit ett abonnemangsbolag, till att idag erbjuda helheten. Vi vill hitta rätt i marginalstrukturen för att bibehålla det fina momentum och den handlingsfrihet som sunda marginaler historiskt har gett oss."

- Bo Kjellberg, VD InfraCom

Investeringscase

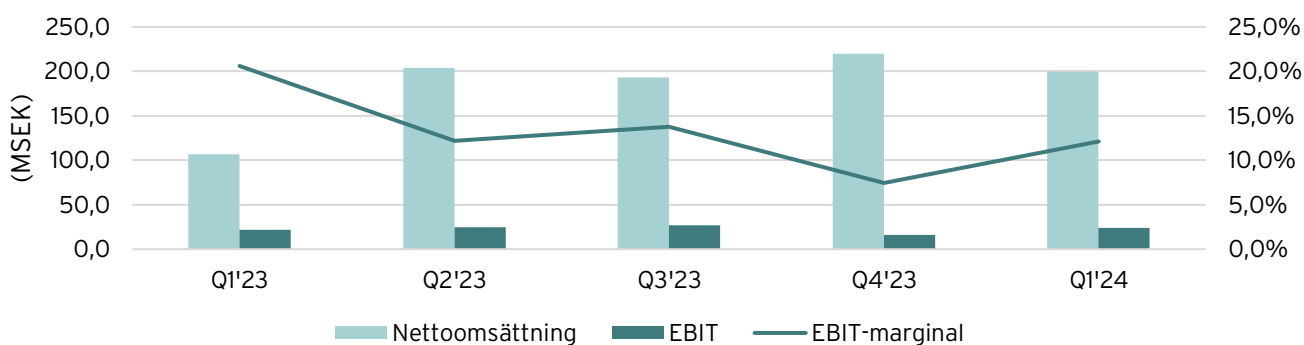
- Högt insiderägande
- Hög andel återkommande intäkter
- Långa avtal
- Konjunkturokänsligt
- Starka kassaflöden
- Erfaren ledning
- Stark historik av förvärv
- Stark finansiell ställning
- Förvärv och expansion öppnar för vidare tillväxt
- "Need to have"-produkter

Finansiell utveckling

Nettoomsättningen uppgick till 199,3 MSEK (106,6), vilket motsvarade en ökning med 87,0 procent y-o-y. Den stora ökningen i nettoomsättning var främst hänförlig till förvärvet av Connect och förvärvet av ComCenter. VD Bo Kjellberg uppgav att InfraComs nettoomsättning påverkas av säsongsvariationer i högre grad än tidigare på grund av de nya affärsområdena. Nettoomsättningen påverkades också i viss mån av en något vikande konjunktur, där InfraCom ser att det tar längre tid för kunderna att fatta investeringsbeslut och är mer fokuserade på kostnadskontroll. InfraCom rapporterar inte organisk tillväxt, men vi utgår fortsatt från att den var låg i kvartalet. Övriga rörelseintäkter uppgick till 1,4 MSEK (0,9), vilket medförde att totala intäkter uppgick till 200,8 MSEK (107,5).

EBIT uppgick till 24,1 MSEK (22,0) i kvartalet, vilket motsvarade en EBIT-marginal om 12,1 procent (20,6). EBIT-marginalen var betydligt lägre än jämförelsekvartalet föregående år, vilket förklaras av förvärvet av Connect som hade en betydligt lägre marginal än InfraCom vid förvärvet. Likt föregående kvartal påverkades InfraComs lönsamhet negativt av bokföringstekniska orsaker. I kvartalet medförde detta en påverkan om -0,9 procent, vilket innebar en justerad EBIT-marginal om 13,0 procent. Innan Connect förvärvades av InfraCom sålde bolaget tredjepartslösningar inom telefoni. Efter det att InfraCom förvärvade Connect styrdes försäljningen om mot InfraComs egenproducerade abonnemangstjänster inom telefoni. Detta innebar ett skifte från intäkter i form av kick-backs från andra telefonibolag till långsiktiga abonnemangsintäkter inom InfraCom. I och med skiftet försvinner kick-back-provisioner från tredjepartslösningar och abonnemangsintäkten startar först när beställningen är driftsatt. Abonnemangstiderna är ofta 24-36 månader och intäkterna fördelas över perioden. Detta skifte ger en negativ effekt på marginalen en tid tills det att intäkterna kommit i kapp⁶. Lönsamheten i kvartalet är dock en markant förbättring jämfört med Q4'23, där EBIT-marginalen uppgick till 7,4 procent. Enligt Kjellberg finns det fortfarande vissa samordningssynergier att hämta hem i koncernen⁶, vilket kan komma att stärka lönsamheten ytterligare framgent.

Finansiell utveckling, kvartalsvis



Resultat efter skatt per aktie (efter utspädning) uppgick till 0,97 SEK (0,51), vilket innebar en ökning med cirka 90,2 procent y-o-y. I kvartalet påverkades dock vinsten positivt av engångseffekter avseende ett tecknat SWAP-avtal som påverkade resultatet positivt med 5,7 MSEK samt en nedskrivning av tilläggsköpeskilling (Connect) som påverkade positivt med 12,0 MSEK. Avseende SWAP-avtalet har InfraCom valt att inte delge mer information än att de ingått ett SWAP-avtal (TRS) där 40,2 MSEK investerats i en underliggande tillgång.

Kassaflödet från den löpande verksamheten före förändringar av rörelsekapital uppgick till cirka 19,1 MSEK (20,3) och efter förändringar av rörelsekapital till cirka -13,2 MSEK (26,2). Det justerade fria kassaflödet (beräknat som kassaflödet från den löpande verksamheten före förändringar av rörelsekapital - CAPEX (exklusive förvärv) - leasingkostnader) uppgick för kvartalet till 12,7 MSEK.

Sammantaget kom nettoomsättningen och totala intäkter in något lägre än vad vi estimerat. Detta då negativa effekter av konjunkturen påverkade kvartalet, vilket vi inte räknat med. Avseende lönsamheten så stärktes EBIT-marginalen betydligt mer än vad vi estimerat, vilket är mycket positivt. Detta medförde att EBIT och vinst kom in högre än våra estimat, trots lägre nettoomsättning. Vinsten i tabellen nedan har justerats för engångsposter från SWAP-avtalet och nedskrivningen av tilläggsköpeskilling.

Utfall vs estimat Q1'24

	Utfall	Estimat	Differens
Nettoomsättning	199,3	216,0	-7,7%
<i>EBIT-marginal</i>	<i>12,1%</i>	<i>9,7%</i>	<i>+2,4pp</i>
EBIT	24,1	20,9	+15,3%
Vinst	16,2*	15,1	+7,3%
<i>Vinstmarginal</i>	<i>8,1%*</i>	<i>7,0%</i>	<i>+1,1pp</i>

*vinsten om 33,9 MSEK har justerats för engångsposter om 17,7 MSEK.

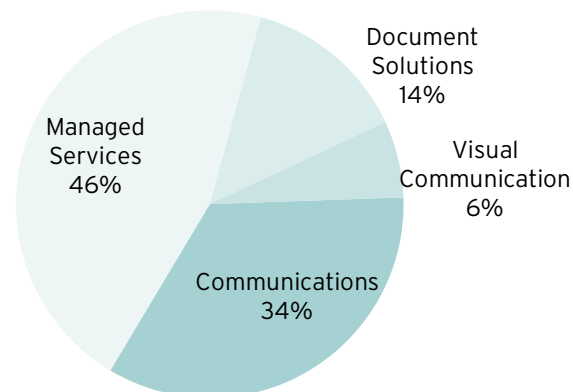
Segmentsfördelning

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 79,8 procent av nettoomsättningen och de två nya affärsområdena Document solutions och Visual Communications utgjorde resterande 20,2 procent i kvartalet. Detta är en stor förändring mot föregående kvartal då fördelningen var 67,7 procent respektive 32,3 procent. Vår bedömning är att detta tydligt visar på att det finns naturliga säsongsvariationer i nettoomsättningen, främst kopplat till de nyare affärsområdena, som innefattar försäljning av en hel del hårdvara.

VD Kjellberg har tidigare uppgett 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 undersöker InfraCom möjligheten att utveckla nya affärsområden, men bolaget är inte riktigt där ännu. Framöver läggs allt fokus i stället på de befintliga affärsområdena samt hur dessa ska paketeras och säljas till kund, vilket är ett arbete som fortlöper kontinuerligt.

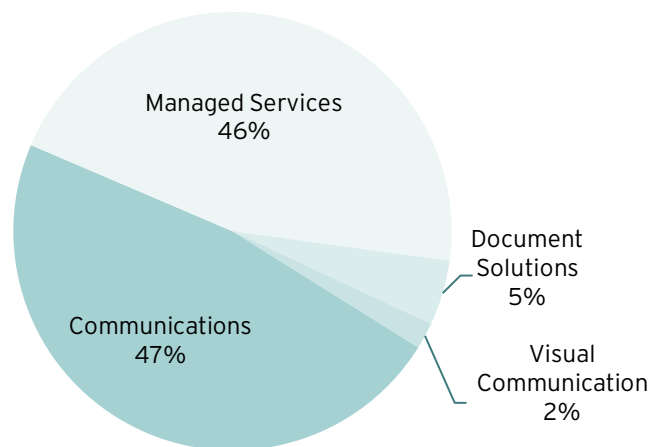
Fördelning av nettoomsättning Q1'24



(MSEK)

Communications	Nettoomsättning	68,0
	EBIT-marginal	19,0%
	EBIT	12,9
Managed Services	Nettoomsättning	91,1
	EBIT-marginal	13,6%
	EBIT	12,4
Document Solutions	Nettoomsättning	27,4
	EBIT-marginal	4,8%
	EBIT	1,3
Visual Communication	Nettoomsättning	12,8
	EBIT-marginal	4,1%
	EBIT	0,5
Totalt	Nettoomsättning	199,3
	EBIT-marginal	12,1%
	EBIT	24,1

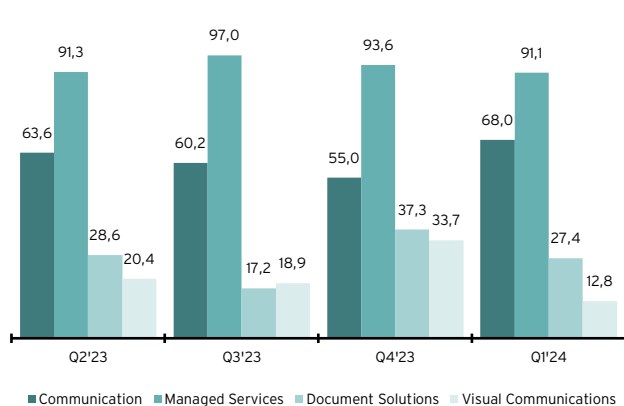
Fördelning av EBIT, Q1'24



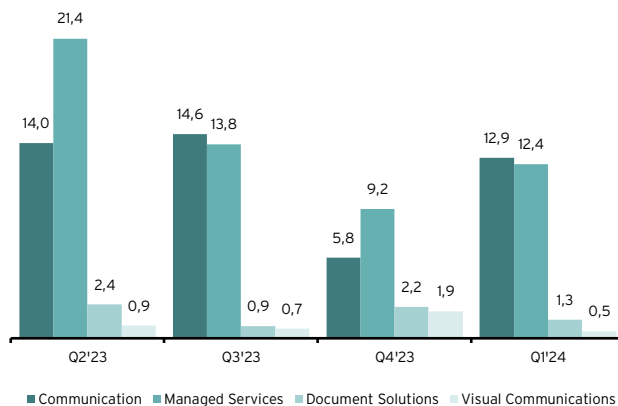
(Koncerngemensamma kostnader påverkar EBIT för totalen med totalt -3,0 MSEK)

InfraComs kärnverksamhet var mer lönsam än förvärvade Connect, vilket enligt Kjellberg förklarades av att InfraCom har mer egenutvecklad mjukvara i sina tjänster. De två nya affärsområdena är hårdvarubaserade, vilket innebär en lägre marginal och lönsamhet i jämförelse med ren mjukvara, vilket ses i diagrammen. Planen är att addera tjänster till dessa affärsområden och integrera dem i helhetserbudanden. Enligt Kjellberg är båda affärsområdena viktiga komponenter i ett helhetserbudande. I jämförelse med föregående kvartal ses också en betydande minskning i nettoomsättning och EBIT i segmenten Document Solutions och Visual Communication, vilket enligt oss troligen främst beror på säsongsvariationer. Vår bedömning är dock att dessa segment påverkas i högre grad av en svagare konjunktur med återhållsamma kunder, då segmenten innehåller mycket försäljning av hårdvara.

Segmentfördelning, nettoomsättning



Segmentfördelning, EBIT

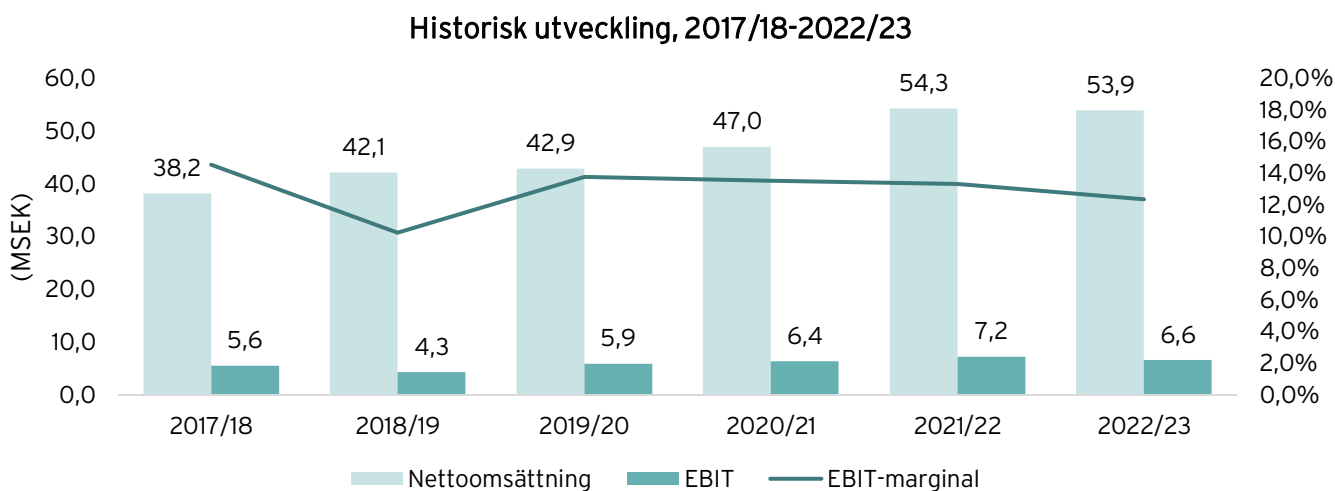


Tillträde av ComCenter

I Q3'23 genomförde InfraCom ett förvärv av ComCenter för en maximal köpeskillning om 55,0 MSEK, varav 10,0 MSEK avsåg en villkorad tilläggsköpeskillning. Förvärvet tillträdde nu under det första kvartalet den 8:e januari 2024 och i samband med tillträdet genomfördes en kvittningsemission. Antalet nyemitterade aktier uppgick till 449 379 och emissionskursen fastställdes till 33,38 SEK, vilket innebar ett värde om 15,0 MSEK. De nyemitterade aktierna kommer att ha en lock-up på 36 månader, där avyttring av högst en tredjedel av respektive säljares totala innehav tillåts var tolfte månad. Det totala antalet aktier uppgick efter registreringen till 34 409 370 och den totala utspädningen uppgick till 1,3 procent. Resterande 30,0 MSEK av den initiala köpeskillningen gjordes via kontant betalning.

Köpeskillning	Tilläggsköpeskillning	Maximal köpeskillning
45,0 MSEK	10,0 MSEK	55,0 MSEK

ComCenter har uppvisat en god tillväxt de senaste åren och omsatte 54,3 MSEK med en EBIT om 7,2 MSEK under det brutna räkenskapsåret 2021/22. Detta innebar en EBIT-marginal om cirka 13,3 procent, vilket kan jämföras med InfraComs EBIT-marginal i detta kvartal om 12,1 procent. Noterbart är att cirka 11,0 MSEK av ComCenters försäljning kommer att elimineras i koncernresultaträkning, då detta avser inköp från InfraCom.



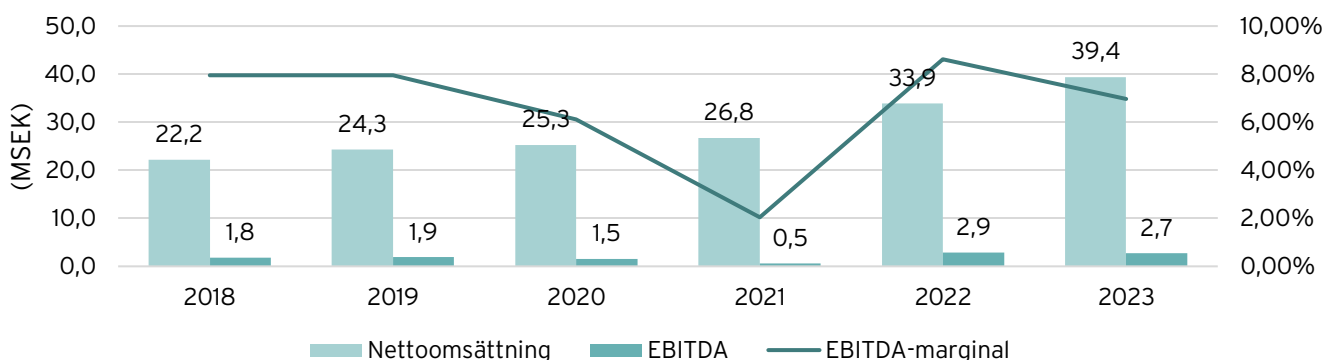
InfraCom uppgav att förvärvsmultiplerna uppgick till cirka EV/EBITDA 5,0 för budgeterat resultat 2024, vilket skulle innebära en EBITDA om cirka 11,0 MSEK baserat på den maximala tilläggsköpeskillningen om 55,0 MSEK. Beräknat på den initiala köpeskillningen om 45,0 MSEK och räkenskaperna för 2021/22 förvärvades ComCenter till EV/S 0,8, EV/EBITDA 6,1 och EV/EBIT 6,2. Detta är i linje med de historiska multiplerna för InfraComs tidigare förvärv och kan sättas i relation till att InfraComs värdering vid förvärvstillfället som var EV/S 1,9, EV/EBITDA 9,8, EV/EBIT 12,4 på R12.

Förvärv av QSi

I slutet av kvartalet förvärvade InfraCom bolaget QSi Sweden för en maximal köpeskilling om 22,5 MSEK. QSi Sweden är ett konsultbolag med fokus på tjänster inom bland annat IT-infrastruktur för segmentet små- och medelstora bolag. Bolaget är specialiserade på Microsofts tjänster som Microsoft 365 och Azure, men har också stor erfarenhet av lokala miljöer, hybridlösningar, nätverk och säkerhet.

Enligt Kjellberg stärker förvärvet InfraComs position i södra Sverige med lokala kontor i Hässleholm, Malmö och Kristianstad. Det är också i Skåne med omnejd som QSi Swedens kunder återfinns idag, men bolaget har en del rikstäckande kunder och där kan InfraComs stora organisation stötta upp. InfraCom har helheten som QSi Sweden saknar idag, där InfraCom kan stötta med bland annat centrala funktioner och att erbjuda en bredare palett av tjänster till kund. Vidare menade Kjellberg att QSi Sweden har ett stort ben inom säkerhet, vilket inte bara innefattar analys och scorecards utan även personalutbildningar. Detta är en tjänst som InfraCom kan dra nytta av och erbjuda bredare. I övrigt ser Kjellberg att det finns synergier i form av mer- och korsförsäljning till QSi Swedens befintliga kunder av InfraComs egenutvecklade tjänster.

Historisk utveckling, 2018-2023



QSi Sweden ökade nettoomsättningen med 26,8 procent mellan 2021 och 2022, vilket var en markant högre tillväxttakt än tidigare. Detta förklarades av att leveranskapaciteten inom konsultverksamheten ökade genom flertalet rekryteringar, vilket ledde till ökad omsättning inom tjänsteområdet.

Leveranskapaciteten fortsatte att öka under 2023, vilket i kombination med att bolaget säkrade ett par nyckelaffärer ledde till en omsättningstillväxt om 16,2 procent. Avseende lönsamheten har QSi uppvisat en EBITDA-marginal mellan 2,0-9,0 procent under 2018-2023, med ett snitt om 6,6 procent och en median om 7,5 procent. Avskrivningarna är låga, så EBITDA matchar i stort sett EBIT.

Köpeskilling och finansiering

InfraCom tillträdde aktierna i QSi Sweden den 2 april 2024 och på tillträdesdagen erlades en ovillkorad köpeskilling om 18,5 MSEK, varav 11,5 MSEK erlades kontant och resterande 7,0 MSEK i form av nyemitterade aktier. Utöver den initiala köpeskillingen återfinns en villkorad tilläggsköpeskilling om 4,0 MSEK, som är villkorad till att QSi Sweden uppnår en EBIT om 4,0 MSEK under 2025-2026.

Initial köpeskilling	Villkorad tilläggsköpeskilling	Maximal köpeskilling
18,5 MSEK	4,0 MSEK	22,5 MSEK

InfraCom uppgav att förvärvsmultiplerna uppgick till EV/EBITDA 5,1 på 2024-års budgeterade resultat, vilket innebär ett EBITDA om cirka 3,6 MSEK baserat på den initiala köpeskillingen. Förvärvsmultiplerna räknat på 2023-årssiffror innebär en EV/EBITDA om 6,7. Förvärvsmultiplerna är i linje med vad InfraCom historiskt betalat vid förvärv och kan sättas i relation till att InfraCom handlas till EV/EBITDA 9,9 och EV/EBIT 13,4 på R12.

Totalt emitterades 223 709 nya aktier till en kurs om 31,29 SEK, som en del av den initiala köpeskillingen. Detta innebär en utspädning om 0,7 procent och antalet aktier i InfraCom uppgår nu till 34 633 490. De nyemitterade aktierna kommer att ha en lock-up på 36 månader, där avyttring av högst en tredjedel av respektive säljares totala innehav tillåts var tolfte månad.

Vi är fortsatt positiva till att InfraCom fortsätter sin förvärvsresa med kompletterande förvärv. Vår bedömning är att QSi Sweden kan dra stor nytta av InfraComs stora organisation och att QSi själva kompletterar och stärker InfraComs position i södra Sverige. QSi Swedens spetskompetens inom säkerhet är också intressant och ligger rätt i tiden, där det har produkter inom säkerhet och säkerhetsutbildning som InfraCom kan sälja till befintliga kunder. Enligt Kjellberg uppgick cirka 45 procent av QSi Swedens intäkter av återkommande intäkter och att mycket av det var tredjepartslösningar⁴. Det kan finnas fina möjligheter att flytta över QSi Swedens kunder från dessa till InfraComs egenutvecklade lösningar och även möjlighet till merförsäljning av InfraComs breda produktutbud.

Förvärv av Centiljon

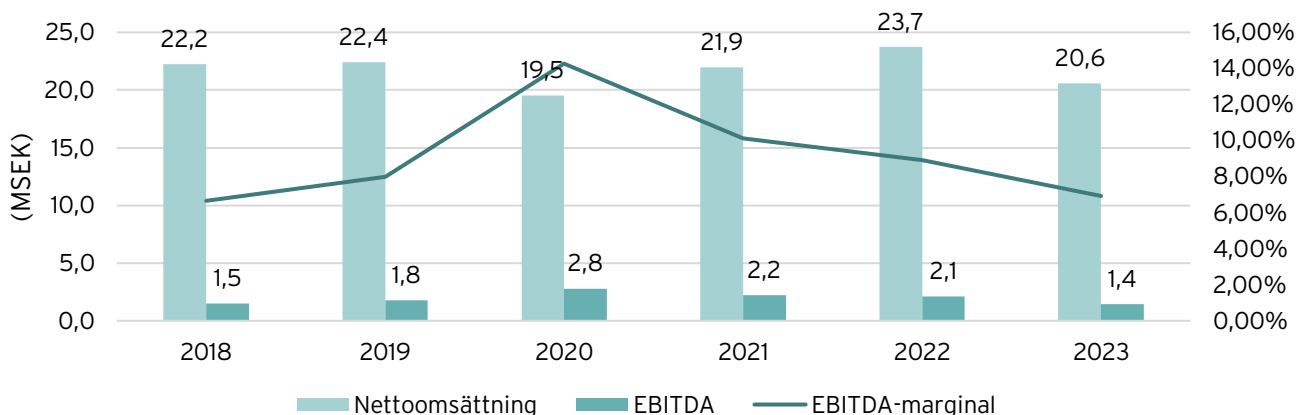
Samma dag som rapporten släpptes annonserades ett nytt förvärv. InfraCom förvärvade Centiljon IT-Consulting för en maximal köpeskilling om 14,0 MSEK. Centiljon är ett IT-driftbolag med egen hosting, fiberinfrastruktur och serverdrift kopplat med kundnära konsulter. Bolaget har sitt kontor i Stockholm och sysselsätter sex medarbetare, och kommer efter sommaren flyttas samman med InfraComs övriga konsultverksamhet i Solna.

Aktierna i Centiljon förväntas tillträdas den 15 maj 2024 och på tillträdesdagen erläggs en ovillkorad köpeskilling om 11,0 MSEK, varav 3,0 MSEK kommer att erläggas i form av nyemitterade aktier i InfraCom. Utöver den initiala köpeskillingen återfinns en villkorad tilläggsköpeskilling om 3,0 MSEK, som är villkorad till att Centiljon uppnår en genomsnittlig årlig EBIT om 2,5 MSEK under 2024/25 och 2025/26. InfraCom uppgav att förvärvsmultiplern uppgick till EV/EBITDA 5,0, vilken är baserad på budget för ovan givna perioder. Förvärvsmultiplern beräknad på initial köpeskilling och EBITDA för 2023 uppgick till EV/EBITDA 7,9. Detta kan sättas i relation till att InfraCom handlas till EV/EBITDA 9,9 och EV/EBIT 13,4 på R12.

Initial köpeskilling	Villkorad tilläggsköpeskilling	Maximal köpeskilling
11,0 MSEK	3,0 MSEK	14,0 MSEK

Centiljon har de senaste åren uppvisat en relativt stabil nettoomsättning runt 20,0 MSEK och uppvisat lönsamhet. Avskrivningarna är låga, så EBITDA matchar i stort sett EBIT. I årsredovisningen för 2023 skrev bolaget att det tillkommit en rad nya kunder och att de förväntade sig en bra omsättnings- och vinsttillväxt framöver. Efter sommaren kommer bolaget att flytta samman med InfraComs övriga konsultverksamhet i Solna, vilket borde leda till kostnadsbesparingar. Sammantaget så bedömer vi att budgeterat resultat således är fullt uppnåeligt.

Historisk utveckling, 2018-2023



Framtida förvärv

Tidigare har Kjellberg uppgett att förvärvsklimatet förbättras i takt med att konjunkturen försämras. Förvärvsklimatet just nu beskrivs som gynnsamt och InfraCom har som mål att fortsätta förvärvsresan⁶. Kjellberg betonar att bolagets stabila kassaflöden, kassa och upplåningsmöjligheter ger InfraCom utrymme för ytterligare förvärv av bolag som passar in i InfraComs struktur. Kjellberg har nyligen uppgett att InfraCom står bättre rustade för förvärv än någonsin och har möjlighet till både små och stora förvärv. Utdelningen för 2023 föreslogs till 0,55 SEK och beskrevs som försiktigt då InfraCom ser stora förvärvsmöjligheter på marknaden.

I våra tidigare intervjuer har Kjellberg uppgett att InfraCom inte är intresserade av att förvärva ytterligare affärsområden. I stället ska InfraCom fokusera på förvärv som kan öka volymen inom de redan etablerade affärsområdena. Kjellberg menar på att om InfraCom ökar volymen i de befintliga affärsområdena, så kan lönsamheten också förbättras.

Vår bedömning är att InfraCom kommer fortsätta förvärvsresan, vilken också stärks av Kjellbergs VD-ord i aktuell rapport. Det är dock svårt att estimerar, vilken typ av förvärv som kommer göras och hur mycket dessa kommer bidra till omsättning och lönsamhet. Vi tar viss hänsyn till vidare förvärv i våra estimat, men det finns en option att större förvärv kan komma att göras än vad vi räknat med. Framgent för 2025 och 2026 räknar vi med att ett nytt förvärv görs varje år som adderar 50,0 MSEK i intäkter och 6,0 MSEK i EBIT (EBIT-marginal om 12,0 procent).

Övriga händelser

Tidigare VD och grundare för Connect, Patrick Olson, kommer att övergå i en ny roll som strategisk rådgivare. I sin nya roll kommer han att finnas med i den fortsatta integrationen av Connect framgent. I övrigt har InfraCom tillsatt en ny ledningsgrupp bestående av VD Bo Kjellberg, CFO Hans Nilsson, Kajsa Lundfall som operativ chef för InfraCom Communications och InfraCom Managed Systems samt Joel Klingspor som operativ chef för InfraCom Connect. Utöver detta blir Jakob Hwang nu COO för InfraCom Managed Services, och han var tidigare COO inom gruppen för Internet.se.

Finansiell ställning

InfraCom har en solid balansräkning med totala tillgångar om cirka 801,2 MSEK, varav cirka 24,2 MSEK i varulager, cirka 137,3 MSEK i kortsiktiga fordringar och 36,6 MSEK i kassa. Detta finansieras med cirka 402,2 MSEK i eget kapital och cirka 153,9 MSEK i bankfinansiering, samt resterande i icke-räntebärande finansiering. De kort- och långfristiga leasingsskulderna uppgår till cirka 26,6 MSEK.

Bankfinansieringen om 153,9 MSEK utgörs av en revolverande kreditfacilitet med en låneram om 175,0 MSEK som löper över tre år. InfraCom har således kvar 21,1 MSEK inom ramen för denna.

Kreditfaciliteten regleras av covenant: Räntetäckningsgrad minst 5x, Nettoskuld/EBITDA max 2,5 samt en soliditet om minst 30%. Via SWAP-avtalet (TRS) har InfraCom en post om 69,0 MSEK som inte redovisas i balansräkningen. Denna ingår som skuldpost i underlaget vid beräkning av covenant till banken, och således beräknas nettoskulden till 263,1 MSEK (bankfinansiering 153,9 MSEK + SWAP-avtal om 40,2 och 69,0 MSEK) för beräkning av covenant.

Nettoskuld/EBITDA		Räntetäckningsgrad		Soliditet	
Q1'24	Covenant	Q1'24	Covenant	Q1'24	Covenant
2,1	2,5	11,0x	5,0x	50,0%	minst 30%

InfraCom har ett finansiellt mål att Nettoskuld/EBITDA ska vara under 2,5x. I nuläget ligger InfraCom långt under med en Nettoskuld/EBITDA om 1,24 vid kvartalets slut (exklusive tilläggsköpeskillingar, leasing och SWAP-avtal). Sammanfattningsvis bedömer vi att InfraComs finansiella ställning är god utifrån balansräkningen i kombination med bolagets stabila kassaflöden.

Nettoskuld/EBITDA	Kassa	Räntebärande lån
1,29	36,6 MSEK	153,9 MSEK
Nettoskuld	Nettoskuld inkl. earnouts	Nettoskuld inkl. earnouts och leasing
117,3 MSEK	165,2 MSEK	191,8 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. Efter en uppdaterad prognos för Connect har tilläggsköpeskillingen justerats till 20,0 MSEK, vilket innebär att 12,0 MSEK har resultatförts i kvartalet. Detta är en halvering från initialt totalt 40,0 MSEK.

Dotterbolag	Tilläggsköpeskilling	År
Advoco Communication AB	2,4 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	20,0 MSEK	2024/25
ComCenter	10,0 MSEK	2024/25
Totalt	47,9 MSEK	

En tilläggsköpeskilling om 3,0 MSEK kommer att tillkomma för förvärvet av Centiljon, där tillträdet

sker i maj 2024 samt en om 4,0 MSEK för förvärvet av QSi Sweden som tillträdes i april efter kvartalets utgång.

Nuläge och outlook

Under 2023 gjorde InfraCom ett större förvärv av Connect som dubblade affärsvolymen, vilket också möjliggjorde för InfraCom att bli mer kundnära och etablera en försäljningsorganisation. Under 2023 genomfördes också mindre förvärv av Datatal, ComCenter och Ohlandergruppen. ComCenter tillträdde nu under Q1'24 och omsatte 53,9 MSEK med en EBIT om 6,6 MSEK under det brutna räkenskapsåret 2022/23. Under 2024 har InfraCom adderat ytterligare två förvärv: QSi Sweden och Centiljon, som tillträds 1 april 2024 respektive 15 maj 2024.

Förvärven är en pusselbit i InfraComs 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. I och med förvärvet av Connect adderade InfraCom ytterligare två affärsområden: Document Solutions och Visual Communication. 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 teknikorienterad 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.

InfraCom har ett finansiellt mål om en omsättningstillväxt om 15-20 procent årligen. Vi tror att detta kan vara svårt att uppnå framöver i och med det stora förvärvet av Connect. Vi ser dock en möjlighet för InfraCom att öka omsättningen genom korsförsäljning mellan bolagens kundbaser samt hitta synergieffekter, vilket är något Kjellberg också uppgav som ett mål. InfraCom ska framgent 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. Kjellberg uppgav att försäljningsarbetet resulterat i att InfraComs molnväxellösning Infinity fram till årsskiftet erhållit 2400 telefonanknytningar, fördelat på 90 nya företagskunder. Det finansiella målet avseende lönsamheten är att nå en EBIT-marginal om 15 procent (+/- 2 procentenheter). Lönsamhetsmålet är inom räckhåll sett till lönsamheten i starten av 2024.

Genom att Connect övergått från provisionsförsäljning av tredjepartslösningar till att sälja InfraComs egna tjänster. Provisionsförsäljningen intäktsfördes direkt i koncernen, medan försäljningen av InfraComs egna tjänster periodiseras under respektive kontraktperiod (24-36 månader). Detta resulterar i en svagare marginal och enligt InfraCom kommer det ta bolaget 12-18 månader att bygga upp antalet kontrakt för att kunna redovisa en rättvisande lönsamhet igen. Den här effekten kommer således ses under 2024, men att positiva effekter kommer ses under 2025 igen.

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. Det är dock viktigt att ha med sig att 2024 kommer ha en svagare marginal på grund av det som beskrevs ovan.

Värdering

Key stats

Antal aktier	34 633 490	Nettoskuld* (MSEK)	117,3
Aktiekurs (SEK)	30,90	Enterprise value (MSEK)	1 184,5
Börsvärde (MSEK)	1 070,2	Nettoskuld inkl earnouts (MSEK)	165,2
		Enterprise value** (MSEK)	1 235,4

*tilläggsköpeskillingar (47,9 MSEK) och leasingskulder (26,6 MSEK) inte inräknat.

**inklusive tilläggsköpeskillingar

Rullande 12 månader

Nettoomsättning	816,1 MSEK	P/S	1,3
EBITDA	124,2 MSEK	EV/EBITDA	9,9
EBIT	92,1 MSEK	EV/EBIT	13,4
Vinst*	80,8 MSEK	P/E	13,2
Adj. FCF	64,6 MSEK	EV/Adj. FCF	19,1

*positiv påverkan från nedskrivning av tilläggsköpeskilling 12,0 MSEK och tecknat SWAP-avtal 5,7 MSEK

Historiskt snitt

	P/S	EV/EBIT	P/E	P/FCF
Snitt 3 år	2,4	14,3	18,0	45,1
Snitt 5 år	2,3	15,6	22,2	100,8

Nyckeltal (R12)

Bruttomarginal	EBITDA-marginal	EBIT-marginal	Vinstmarginal
51,8%	15,2%	11,3%	9,9%
OPCF-marginal	FCF-marginal	ROE	ROIC
7,6%	-6,4%	20,1%	13,9%

Peers

Vi anser att det finns fyra börsnoterade peers som kan vara relevanta att jämföra med InfraCom. InfraCom har i hög grad 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. Sett till peers handlas InfraCom till viss rabatt både sett till median och snitt avseende P/E, men relativt nära peers sett till EV/EBITDA. InfraCom handlas också lägre än snittet de senaste fem åren avseende EV/EBITDA och P/E.

Översikt - Peers

Bolag	BV	EV	Värdering				Tillväxt		Lönsamhet	
			EV/EBITDA		P/E		Omsättning	Vinst	EBITDA%	Vinst%
			R12	snitt 5 år	R12	snitt 5 år	snitt 5 år	snitt 5 år	R12	R12
Bahnhof	5 497	4 885	14,6	13,9	25,0	25,1	8,1%	15,0%	17,5%	11,5%
Bredband2	1 899	2 128	7,8	10,1	20,6	26,6	19,2%	10,7%	16,9%	5,7%
Elisa	7 011	8 271	10,6	12,3	18,3	21,5	3,4%	3,8%	34,6%	16,8%
Qlosr	72	100	8,3	-	-0,9	-	-	-	2,1%	-13,8%
Snitt	3 620	3 846	11,0	12,1	21,3	24,4	10,2%	9,8%	23,0%	11,4%
Median	3 698	3 506	10,6	12,3	19,5	25,1	8,1%	10,7%	17,2%	11,5%
InfraCom	1 070	1 214	9,7	10,5	13,2	18,9	34,0%	48,1%	15,2%	9,9%

Förklaring - Estimat

Vi gör ett antal justeringar i våra estimat framåt. Vi justerar framför allt ner nettoomsättningen framgent, då InfraCom uppgav att de upplevde effekterna av en svagare konjunktur. Detta får även effekt på lönsamheten, men vår bedömning är fortsatt att lönsamheten successivt kommer att förbättras kommande år. För 2024E räknar vi in förvärvet av ComCenter, vilket vi beräknar bidrar med cirka 43,3 MSEK i omsättning och 5,8 MSEK i EBIT till koncernen. Vi räknar också med viss organisk tillväxt framåt, om än fortsatt låg. Vi räknar med förvärven av QSi Sweden och Centiljon, som tillträds 1 april 2024 respektive 15 maj 2024, i vårt estimat för 2024. Vi estimerar att dessa kommer att bidra med cirka 41,4 MSEK i nettoomsättning och cirka 3,3 MSEK i EBIT under 2024. Vi räknar med att ytterligare ett förvärv görs under 2024, som kommer att bidra med 20,0 MSEK i nettoomsättning och cirka 3,0 MSEK i EBIT för 2024.

Vi tar höjd i våra estimat för 2025E och 2026E för ytterligare förvärv, där vi räknar med att ett förvärv adderas varje år med en omsättning om 50,0 MSEK och EBIT om 6,0 MSEK. Detta då InfraCom historiskt växt genom förvärv och vi ser det som högst sannolikt att förvärvsresan kommer att fortsätta, vilket Kjellberg också belyser i VD-ordet. Vi tror på en svagare lönsamhet under 2024 sett till vad som kommunicerats angående periodiseringseffekterna, men estimerar att EBIT-marginalen förbättras under 2025 och 2026. En starkare marginalförbättring än vad vi räknat med i kombination med en högre organisk tillväxt samt större förvärv än vad vi estimerat för ser vi som fina optioner i InfraCom framåt.

Estimat

(MSEK)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	352,4	723,3	870,0	935,0	985,0
% y-o-y	30,5%	105,2%	20,3%	7,5%	5,3%
Övriga intäkter	2,8	6,5	6,5	6,0	6,0
Summa intäkter	355,3	729,9	876,5	941,0	991,0
P/S	3,0	1,5	1,2	1,1	1,1
Summa kostnader	287,2	639,9	771,3	819,0	860,0
% y-o-y	33,5%	122,8%	20,5%	6,2%	5,0%
EBIT	68,1	89,9	105,2	122,0	131,0
EBIT-marginal	19,3%	12,4%	12,1%	13,0%	13,3%
% y-o-y	17,8%	32,0%	17,0%	16,0%	7,4%
EV/EBIT	18,1	13,7	11,7	10,1	9,4
Vinst	52,7	63,8	89,9**	91,3	98,5
Vinstmarginal	15,0%	8,8%	10,3%	9,8%	10,0%
% y-o-y	43,2%	21,0%	40,9%	1,6%	7,9%
P/E	20,3	16,8	11,9	11,7	10,9
Vinst per aktie*	1,68	1,84	2,60	2,59	2,80

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

**Positiv påverkan om 17,7 MSEK från nedskrivning av tilläggsköpeskilling och teckning av SWAP-avtal

Vi har valt att värdera InfraCom till 15x vinsten på 2026E. Vi bedömer värderingen på P/E 15 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 2026E	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)
2026E	15	98,5	1477,5	41,9
<i>Säkerhetsmarginal (30%)</i>	15	69,0	1034,3	29,4

Nedan följer potentiell avkastning på 2026E om InfraCom utvecklas likt våra estimat i huvudscenariot samt med en applicerad säkerhetsmarginal.

	Potentiell avkastning					
	Huvudscenario			Säkerhetsmarginal (30%)		
	Faktor	Procent	CAGR	Faktor	Procent	CAGR
2026E	1,38	38,1%	12,4%	0,97	-3,4%	-1,2%

Vidare följer en känslighetsanalys med ett beräknat utfall på vår estimerade vinst för 2026E, där utfallet redovisas vid olika angivna P/E-multiplar.

Känslighetsanalys

Vinstx	Huvudscenario 2026E			Säkerhetsmarginal (30%)		
	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %
11	1 083,5	30,8	1,2%	758,5	21,5	-29,1%
12	1 182,0	33,6	10,4%	827,4	23,5	-22,7%
13	1 280,5	36,4	19,7%	896,4	25,4	-16,2%
14	1 379,0	39,2	28,9%	965,3	27,4	-9,8%
15	1 477,5	41,9	38,1%	1 034,3	29,4	-3,4%
16	1 576,0	44,7	47,3%	1 103,2	31,3	3,1%
17	1 674,5	47,5	56,5%	1 172,2	33,3	9,5%
18	1 773,0	50,3	65,7%	1 241,1	35,2	16,0%

I vårt huvudscenario ser vi en uppsida om cirka 38,1 procent med en CAGR om 12,4 procent för 2026E. 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 marginalerna mer än vad vi räknat med, 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 god uppsida med option på högre tillväxt och värdering, som i kombination med stabiliteten och direktavkastningen gör InfraCom intressant för den långsiktiga investeraren.

Källor

1. Intervju ComCenter: https://youtu.be/u0CjZDxw3DA?si=e6bsuMTT_oPcv43-
2. <https://mfn.se/cis/a/InfraCom-group/InfraCom-group-ab-InfraCom-forvarvar-partner-ComCenter-9a432464>
3. <https://www.allabolag.se/5565777041/ComCenter-i-jonkoping-aktiebolag>
4. VD-intervju: Q1'24: <https://youtu.be/tfw6mGatZ-g?si=GRzYitzxKevgs7Ho>
5. VD-intervju Q4'23: <https://www.youtube.com/watch?v=HbQcgT62xX8>
6. ÅR'23: <https://mb.cision.com/Main/16548/3965713/2750930.pdf>

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