



2024-08-28

Nettoomsättningen i det andra kvartalet uppgick till 202,7 MSEK (203,9), en minskning med cirka 0,6 procent y-o-y. Minskningen var främst hänförligt till en låg leverans av InfraCom Connect. EBIT-marginalen uppgick till 7,2 procent (12,2), vilket innebar en EBIT om 14,6 MSEK (24,9).

Utmanande kvartal

Kvartalet präglades av en låg leverans av InfraCom Connect, vilket påverkade såväl nettoomsättning som lönsamhet. Trots att InfraCom tillträtt ytterligare förvärv sedan jämförelsekvartalet Q2'23 kunde inte detta kompensera för tappet. Utöver detta påverkades försäljning och lönsamhet negativt av churn inom IT-drift, svagare konjunktur och en icke-förnyad offentlig upphandling.

Lönsamhet

EBIT-marginalen var väsentligt lägre i jämförelse med samma kvartal föregående år och låg fortsatt långt under InfraComs finansiella mål. EBIT-marginalen påverkades negativt av bland annat periodiserings-effekter som påverkade med -0,5 procent, men den primära anledningen var ökade kostnader och minskade intäkter. InfraCom har startat ett åtgärdsprogram för att minska kostnaderna och stärka lönsamheten. Organisationen ska minska med ett trettiotal tjänster, två lokalkontor stängas ner och två kontor slås ihop. En översyn av samtliga verksamheter har också påbörjats. Vid full effekt innebär detta en kostnadsbesparing om cirka 6,0 MSEK per kvartal från årsskiftet.

Outlook

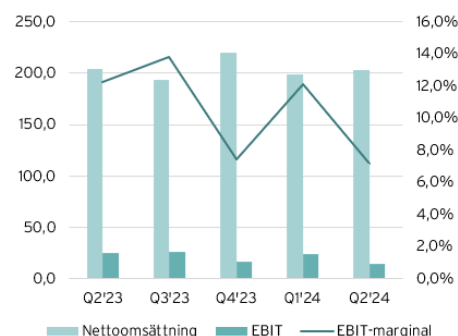
Vi väljer att göra flera justeringar i våra estimat framåt, då InfraCom står inför större utmaningar än vad vi estimerat. Vår tro är att InfraCom kommer att överkomma utmaningarna, men att det kommer att ta tid och att 2025 kommer bli ett år med fokus på organisationen och att stärka lönsamheten. Den svaga aktieutvecklingen under året tror vi dock ger en intressant möjlighet för den långsiktiga investeraren. I vårt huvudscenario ser vi en uppsida om cirka 42,7 procent med en CAGR om 13,8 procent för 2026E. Det finns en option att InfraComs åtgärder kommer att stärka lönsamheten snabbare än vad vi räknat med, vilket skulle ge en större uppsida i aktien.

(MSEK)	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	352,4	723,3	810,5	812,9	880,2
Tillväxt y-o-y	30,5%	105,2%	12,1%	0,3%	8,3%
P/S	1,8	0,9	0,8	0,8	0,7
Summa kostnader	287,2	639,9	746,0	741,8	796,3
Tillväxt y-o-y	33,5%	122,8%	16,6%	-0,6%	7,3%
EBIT	68,1	89,9	71,1	77,1	89,9
EBIT-marginal	19,3%	12,4%	8,8%	9,5%	10,2%
Tillväxt y-o-y	17,8%	32,0%	-20,9%	8,4%	16,6%
EV/EBIT	11,9	9,0	11,4	10,5	9,0
Vinst	52,7	63,8	88,0	50,1	60,3
Vinstmarginal	15,0%	8,8%	10,9%	6,2%	6,9%
Tillväxt y-o-y	43,2%	21,0%	37,9%	-43,1%	20,4%
P/E	12,0	9,9	7,2	12,7	10,5

Fakta

VD	Bo Kjellberg
Lista	Spotlight
Ticker	INFRA
Aktiekurs (SEK)	18,25
Antal aktier (Miljoner)	34,7
Börsvärde (MSEK)	633,8
Nettoskuld (MSEK)	178,1
Enterprise value (MSEK)	811,9
Insiderägande	58,0%
Nästa rapport	2024-11-12

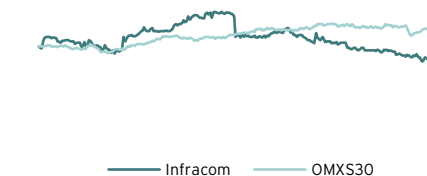
Kvartalsutveckling



Analytiker

Erik Lundberg
erik.lundberg@kalqyl.se

Kursutveckling 12 månader



Kursutveckling %	1 m	3 m	12m
InfraCom	-32,2	-39,5	-36,7



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.

” Trots den dystra redovisningen ovan vill jag tillägga att vi idag givetvis har flera delar av InfraCom som fungerar mycket bra och som dessutom är lönsamma. Jag tänker främst på telefoniverksamheten samt även delar inom IT-drift där vi erbjuder intressanta kvalificerade tjänster med hög servicenivå”

- Bo Kjellberg, VD InfraCom

Investeringscase

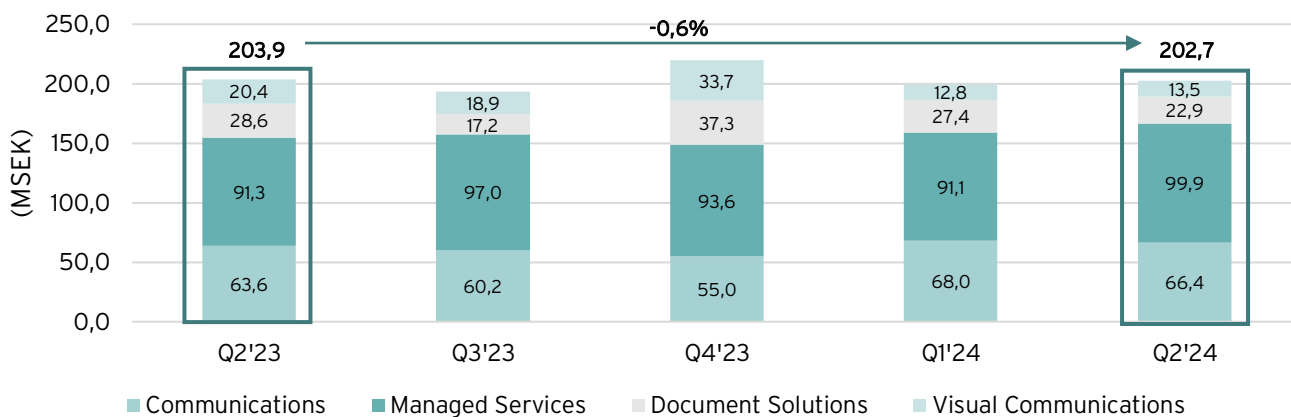
- Högt insiderägande
- Hög andel återkommande intäkter
- Långa avtal
- Konjunkturokänsligt
- Starka kassaflöden
- Erfaren ledning
- Stark historik av förvärv
- Stark finansiell ställning
- Förvärv och expansion öppnar för vidare tillväxt
- ”Need to have”-produkter

Minskad nettoomsättning

Nettoomsättningen uppgick till 202,7 MSEK (203,9), vilket motsvarade en minskning med 0,6 procent y-o-y. Detta trots att InfraCom förvärvat ComCenter, QSi Sweden och Centiljon, vilka inte ingick i nettoomsättningen i jämförelsekvartalet. Övriga rörelseintäkter uppgick till 1,4 MSEK (0,9), vilket medförde att totala intäkter uppgick till 204,4 MSEK (205,4). Minskningen i nettoomsättning var primärt hänförlig till en svag utveckling för InfraCom Connect. VD Bo Kjellberg uppgav att InfraCom Connect inte levererat enligt förväntan under kvartalet, vilket lett till tappade volymer.

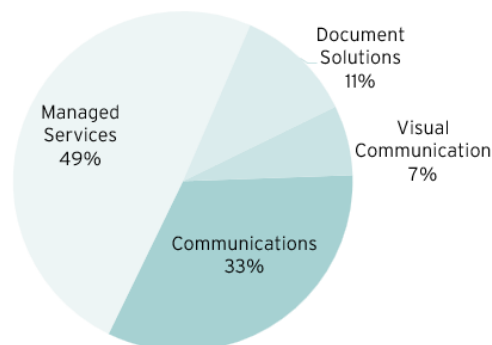
Segmenten Document Solutions och Visual Communications, som tillkom vid förvärvet av Connect, minskade nettoomsättningen med 20,0 procent respektive 33,9 procent y-o-y. Segmenten Communication och Managed Services ökade nettoomsättningen y-o-y med 4,4 procent respektive 9,4 procent, men kunde inte kompensera för minskningen i övriga segment. Kjellberg uppgav också att InfraCom inte lyckades förnya en större offentlig upphandling samt hade en viss churn inom IT-drift, vilket påverkade nettoomsättningen negativt i kvartalet. InfraCom påverkades också negativt av en svagare konjunktur, där avropen på ramavtal låg på lägre nivåer än tidigare. Ytterligare en aspekt var att två personer i ledande roller i säljdelen som InfraCom tidigare förvärvat avslutat sina operativa uppdrag.

Nettoomsättning, segmentsfördelning



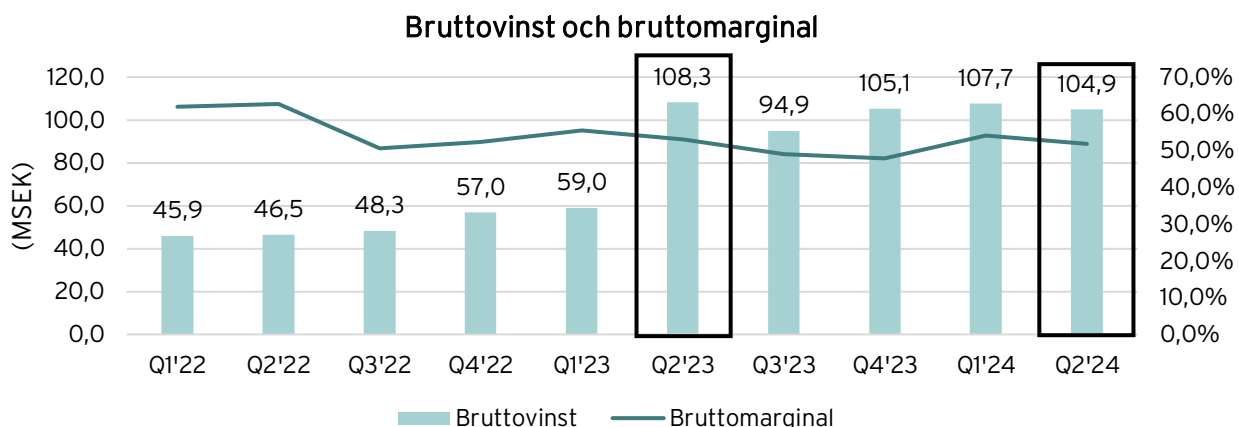
Kärnsegmentens andel växer...

Kärnsegmenten Communications och Managed Services utvecklades väl i kvartalet jämfört med föregående år. De båda segmenten utgjorde 82,1 procent av nettoomsättningen, medan Document Solutions och Visual Communications tillsammans endast utgjorde 17,9 procent.



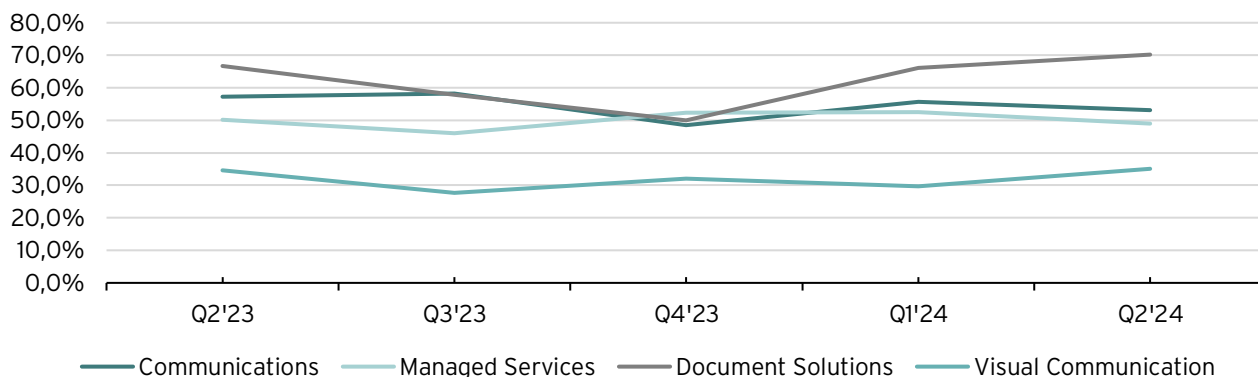
Stabil bruttomarginal

Bruttomarginalen i kvartalet uppgick till 51,8 procent (53,1), vilket var något lägre än Q1'24 men fortsatt på en högre nivå än kvartalerna under H2'23. Bruttovinsten minskade med 3,1 procent y-o-y till 104,9 MSEK (108,3), där jämförelsekvartalet Q2'23 är InfraComs historiskt starkaste kvartal hittills sett till bruttovinst.



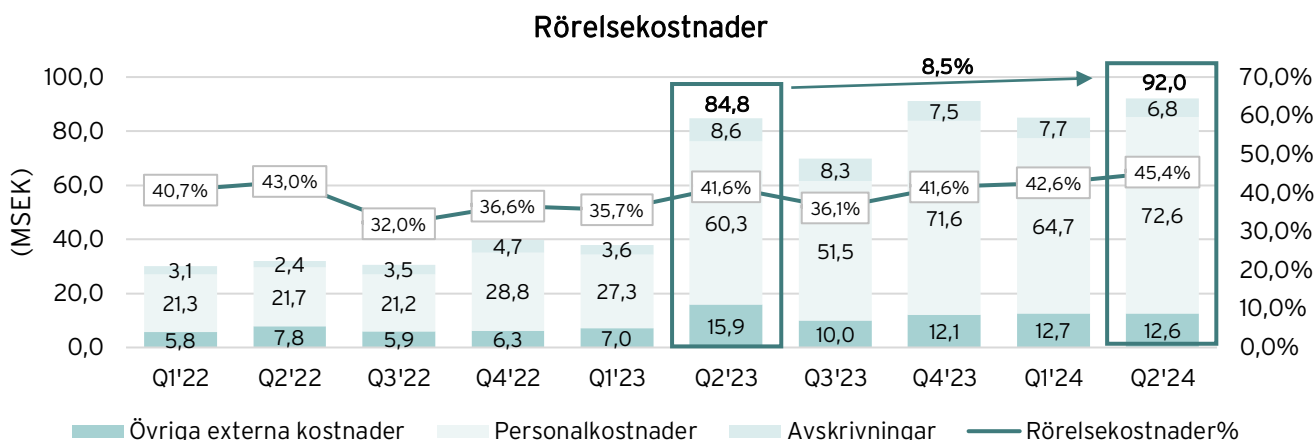
Segmentet Communications bruttomarginal var något lägre under Q4'23, men har de senaste kvartalerna i övrigt legat närmare 55,0 procent. Managed Services bruttomarginaler är relativt stabila runt 50,0 procent. Segmentet Visual Communication har avsevärt lägre bruttomarginaler än övriga segment och är också det minsta segmentet intäktsmässigt. Communications och Managed Services utgör majoriteten av intäkterna och bruttomarginalsutvecklingen för dessa segment är viktigast för bruttovinsten för InfraCom som helhet. Communications bruttomarginal uppgick i kvartalet till 53,1 procent (57,2) och Managed Services 48,9 procent (50,1). Om InfraCom kan höja bruttomarginalen i dessa två segment framgent ger det en stor effekt på lönsamheten.

Bruttomarginal, segmentsfördelning

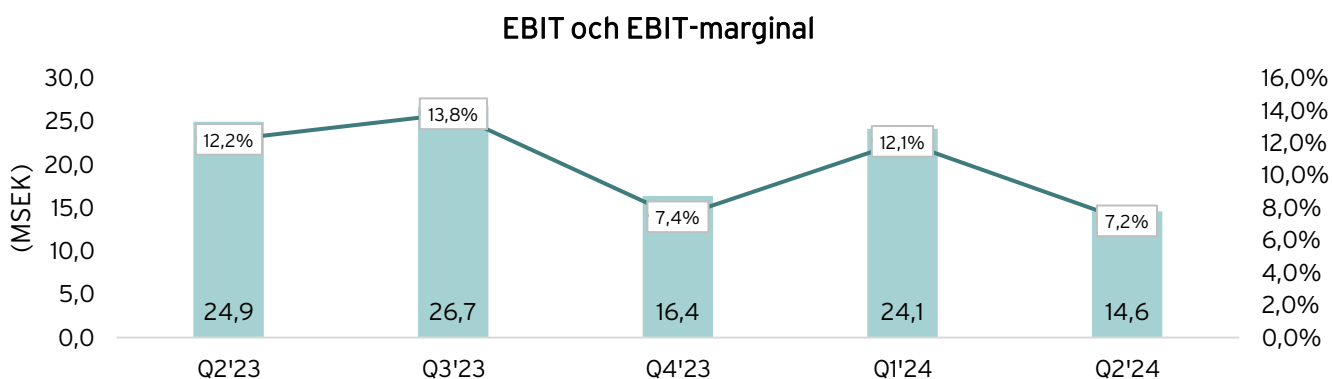


Rörelsekostnaderna ökar och EBIT-marginalen långt under målet

Rörelsekostnaderna ökade med 8,5 procent y-o-y och uppgick till 92,0 MSEK (84,8) i kvartalet, drivet av en 20,3 procents ökning av personalkostnader. Övriga externa kostnader och avskrivningar minskade jämfört med samma kvartal föregående år. Rörelsekostnaderna i förhållande till nettoomsättningen uppgick till 45,4 procent (41,6).

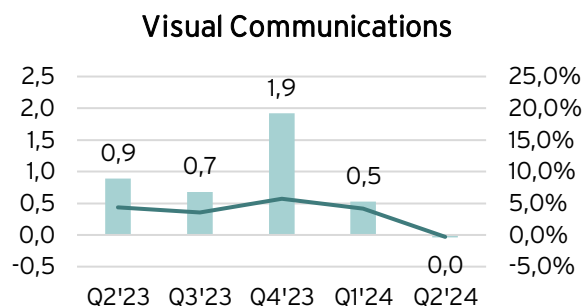
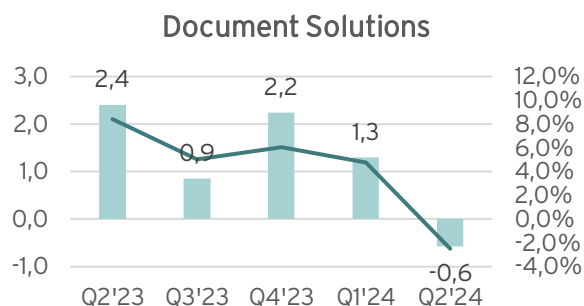
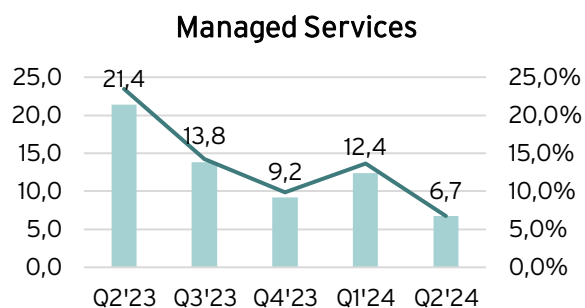
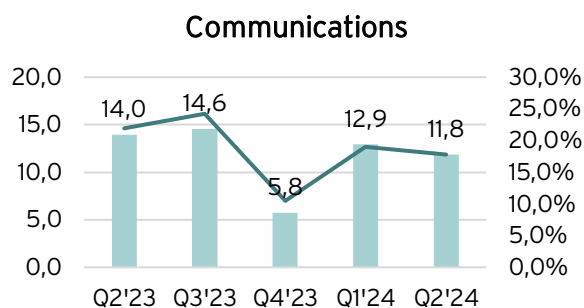


EBIT uppgick till 14,6 MSEK (24,9) i kvartalet, vilket motsvarade en EBIT-marginal om 7,2 procent (12,2). EBIT-marginalen var betydligt lägre än jämförelsekvartalet föregående år och även jämfört med Q1'24. I föregående kvartal sågs en starkt EBIT-marginal om 12,1 procent, men försvagas nu återigen. Den försämrade EBIT-marginalen påverkades starkt av det lägre resultatet för InfraCom Connect. Likt föregående kvartal påverkades InfraComs lönsamhet även negativt av bokföringstekniska orsaker. En negativ påverkan om 2,6 MSEK, motsvarande -0,5 procentenheter på EBIT-marginalen, kom från eliminering av provisionsintäkter från egenutvecklade InfraCom-tjänster (telefoni och IT). Justerat för elimineringen av provisionsintäkter var EBIT-marginalen 7,7 procent, vilket ändå är långt under målet om 15 procent +/- 2 procent.



EBIT-marginalen påverkades kraftigt negativt av det lägre resultatet för dotterbolaget InfraCom Connect. Samtliga segment hade lägre EBIT-marginal i jämförelse med Q2'23 och Q1'24, där de nyaste segmenten Document Solutions och Visual Communications som tillkom i samband med förvärvet av Connect uppvisade en negativ EBIT-marginal. Samtliga segment, förutom Communications i viss mån, uppvisar en negativ trend avseende lönsamheten.

EBIT och EBIT-marginal för de olika segmenten



InfraCom har vidtagit åtgärder för att nu minska kostnaderna, inom framför allt InfraCom Connect, då dessa är på en för hög nivå i relation till dotterbolagets intäkter. Åtgärderna innefattar att minska antalet anställda med ett trettiotal tjänster över tid, både genom uppsägning och att inte ersätta naturliga avgångar. Utöver det har InfraCom stängt ner lokalkontoren i Nyköping och Åmål, samt slagit ihop två av bolagets kontor i Stockholm. En översyn har också startats inom bolaget för att utnyttja samtliga synergier som finns mellan dotterbolagen, skapa en mer enhetlig organisation och ett gemensamt tjänsteerbjudande. I VD-ordet uppgav Kjellberg att åtgärderna kommer att innebära kostnadsbesparingar om cirka 2,0 MSEK per månad för InfraCom Connect, 6,0 MSEK per kvartal, från och med årsskiftet. I vår intervju uppgav Kjellberg att de ser över kostnaderna generellt inom organisationen och om de kan hitta ytterligare synergier mellan dotterbolagen. Kjellberg uppgav att de kommer att ha kommit en bra bit på vägen avseende kostnadsbesparingar runt årsskiftet, men att mer kan komma att göras. Vidare betonade han också att det gäller att hålla kostnaderna på en lägre nivå även framåt.

Resultat efter skatt per aktie (före och efter utspädning) uppgick till 0,98 SEK (0,54), vilket innebar en ökning med cirka 81,5 procent y-o-y. I kvartalet påverkades dock vinsten positivt av engångseffekter avseende ett tecknat SWAP-avtal som påverkade resultatet positivt med 16,8 MSEK i realiserade värdeförändringar samt nedskrivning av tilläggsköpeskillingar (främst avseende Connect) som påverkade positivt med 12,0 MSEK (totalt 24,0 MSEK under H1'24). Avseende SWAP-avtalet har InfraCom valt att inte delge mer information än att de ingått ett SWAP-avtal (TRS) där 37,5 MSEK investerats i en underliggande tillgång. I vår intervju uppgav Kjellberg att de ser detta som en affärsmöjlighet framåt⁶.

Händelser

InfraCom Connect och Epson ingår strategiskt partnerskap

Epson och InfraCom Connect har ingått ett strategiskt partnerskap för att förbättra distributionen och försäljningen av kontorsskrivare i Sverige. Samarbetet möjliggör att bolagen tillsammans kan erbjuda ett brett utbud av kontorsutrustning och att InfraCom Connect får tillgång till Epsons produktportfölj av skrivare. Inom ramen för samarbetet kommer InfraCom Connect och Epson också att erbjuda support, installation, underhåll och eftermarknadstjänster¹.

InfraCom Systech - Avtal med Ljungby kommun värt 34 miljoner kronor

I juni tecknade InfraCom Systech ett fyraårigt avtal med Ljungby Kommun avseende leverans av 3 800 HP Chromebooks och PC:s från Hewlett Packard. Avtalet avser leverans av 600 HP Chromebooks och 350 HP persondatorer årligen och ramavtalets takvolym uppgår till 34,0 MSEK. I uppdraget ingår att inför varje läsårsstart vara behjälplig med bland annat installation, stöldskyddsmärkning och avemballering. I upphandlingen ingår även en finansieringslösning som hanteras av HPE Financial Services. InfraCom Systech skriver att avtalet befäster bolagets starka position som leverantör till flera större kommunavtal. Avtalet startar 13 maj 2024 och börjar således att generera intäkter redan under 2024. Under augusti levererades nära 1 000 skoldatorer inom ramen för avtalet².

Produktutveckling

I juli lanserade InfraCom sin nya Livechat-funktion, vilket ska underlätta för företag att förbättra kundinteraktionen på deras hemsidor eller appar. Funktionen ska ge besökare på företagets hemsida att direkt få möjlighet till kontakt med en person om de vill, vilket ska leda till ökad konvertering och således ökad försäljning. I övrigt kan det bidra till snabbare och mer effektiv kundsupport i realtid. Livechat-funktionen integreras och anpassas efter företagets färger och varumärkesprofil direkt i Infinity-portalen³. InfraCom har också nyligen uppdaterat sin mobilapp med ett mer användarvänligt gränssnitt⁴.

Utöver detta har InfraCom tagit fram tre nya IT-säkerhetspaket som snart ska lanseras. Dessa har paketerats ihop med partnern Fortinet och ska säljas som tjänst. Intäkterna är per användare och skalar väl lönsamhetsmässigt⁶.

Övrigt

Tidigare VD och grundare för Connect, Patrick Olson, har övergått i en ny roll som strategisk rådgivare. I sin nya roll kommer han att finnas med i den fortsatta integrationen av Connect framgent. Vidare har också Olson avböjt omval till styrelsen. 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.



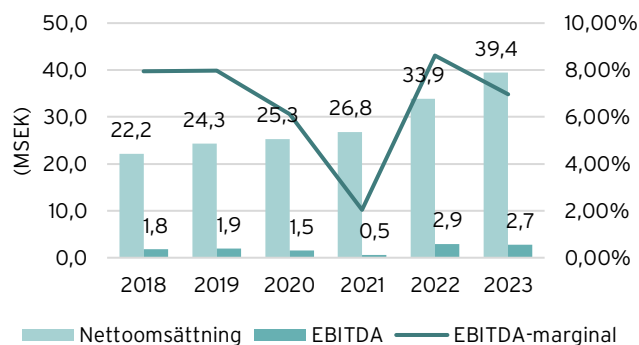
Förvärv

Under kvartalet har två förvärvade bolag tillträtts: QSi Sweden och Centiljon, vilka vi skrev mer ingående om i tidigare rapportkommentar. De initiala köpeskillingarna för de båda förvärven uppgick till 29,5 MSEK. Baserat på siffrorna för 2023 adderar de båda förvärven cirka 60,0 MSEK i kombinerad försäljning årligen och EBITDA om cirka 4,1 MSEK.

	Initial köpeskillning	Villkorad tilläggsköpeskillning	Maximal köpeskillning
QSi Sweden	18,5 MSEK	4,0 MSEK	22,5 MSEK
Centiljon	11,0 MSEK	3,0 MSEK	14,0 MSEK

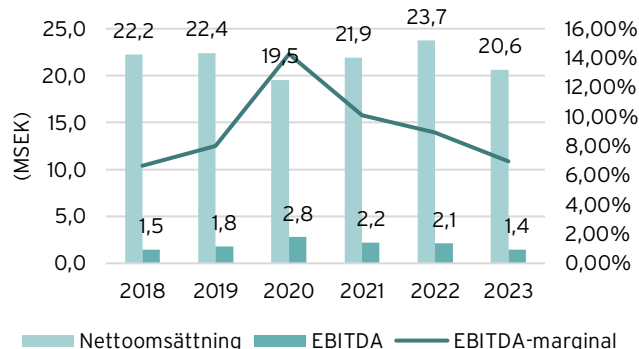
QSi Sweden

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. InfraCom uppgav att förvärvsmultipeln 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. Förvärvsmultipeln räknat på 2023-årssiffror innebar en EV/EBITDA om 6,7.



Centiljon

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. InfraCom uppgav att förvärvsmultipeln uppgick till EV/EBITDA 5,0 på budgeterat framtida resultat. Förvärvsmultipeln beräknad på initial köpeskillning och EBITDA för 2023 uppgick till EV/EBITDA 7,9.



Vi är fortsatt positiva till att InfraCom fortsätter sin förvärvsresa med små kompletterande förvärv, även om vi framöver bedömer att fokus bör ligga på att få ordning på de utmaningar bolaget stött på med Connect. Vår bedömning är att de förvärvade bolagen kan dra stor nytta av InfraComs stora organisation och att förvärven kompletterar och stärker InfraComs position och utbud. 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.

Finansiell ställning och kassaflöden

InfraCom har totala tillgångar om cirka 845,6 MSEK, varav cirka 36,7 MSEK i varulager, cirka 191,1 MSEK i kortfristiga fordringar och 13,4 MSEK i kassa. Detta finansieras med cirka 427,3 MSEK i eget kapital och cirka 168,6 MSEK i bankfinansiering, samt resterande i icke-räntebärande finansiering. De kort- och långfristiga leasingsskulderna uppgår till cirka 22,9 MSEK.

Bankfinansieringen om 168,6 MSEK utgörs av en revolverande kreditfacilitet med en låneram om 175,0 MSEK som löper över tre år. InfraCom har således kvar 6,4 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, men denna ingår som skuldpost i underlaget vid beräkning av covenant till banken.

	Belopp (MSEK)	Nettoskuld/EBITDA
Kreditfacilitet	168,6	
Kassa	13,4	
Nettoskuld	155,2	1,38
Kort- och långfristig leasing	22,9	
Nettoskuld inkl. leasing	178,1	1,59
Tilläggsköpeskillingar	42,9	
Nettoskuld inkl. leasing och tilläggsköpeskillingar	221,0	1,97

InfraCom har ett finansiellt mål att Nettoskuld/EBITDA ska vara under 2,5x. I nuläget ligger InfraCom på en redovisad Nettoskuld/EBITDA om 1,59 vid kvartalets slut, där InfraCom definierar nettoskuld som räntebärande nettoskuld inklusive leasingsskuld (kort- och långfristig) samt tilläggsköpeskillingar (kortfristig). Indirekta skulder som inte redovisas i balansräkningen (69,0 MSEK) ingår inte i InfraComs beräkning. Sammanfattningsvis bedömer vi att InfraComs finansiella ställning är under kontroll, men inte lika god som vi sett historiskt. Den stabila lönsamheten har minskat, vilket också påverkat kassaflödena negativt. Nedan listas tilläggsköpeskillingarna vid utgången av Q2'24.

Dotterbolag	Tilläggsköpeskilling	År
Advoco Communication AB	2,2 MSEK	2023/24
InfraCom System 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	3,2 och 5,0 MSEK	2023/24 och 2024/25
ComCenter	10,0 MSEK	2024/25
QSi Sweden	4,0 MSEK	2024/26
Centiljon	3,0 MSEK	2024/26
Totalt	42,9 MSEK	

Kassaflödet från den löpande verksamheten före förändringar av rörelsekapital uppgick till cirka 12,0 MSEK (28,8) och efter förändringar av rörelsekapital till cirka 4,5 MSEK (47,8). Det justerade fria kassaflödet (beräknat som kassaflödet från den löpande verksamheten före förändringar av rörelsekapital - CAPEX (exklusive förvärv) - leasingkostnader) uppgick för kvartalet till 7,1 MSEK (22,6).

Framtida förvärv

Tidigare har Kjellberg uppgett att förvärvsklimatet förbättrats i takt med att konjunkturen försämrats. I vår intervju uppgav Kjellberg att InfraCom lägger mycket tid på Connect och åtgärderna till att minska kostnaderna och öka lönsamheten. De tittar parallellt på affärer, men att inget är aktuellt just nu. Fokus är att få till en god kostnadskontroll och att sätta organisationen. Vår bedömning är att InfraCom kommer att pausa förvärven en tid framåt och fokusera på integration av de förvärven de tidigare gjort. Som det ser ut just nu, lämnar den finansiella ställningen inte heller större utrymme till förvärv. Kjellberg uppgav att de omförhandlar lånefaciliteten med banken, och möjligen kommer detta leda till att tillgängliga likvida medel ökar. Vi bedömer det dock som sunt att fokus ligger på att utföra åtgärderna kring organisationen och kostnadsbesparingarna innan nya förvärv görs. Vi räknar därför inte med att ytterligare förvärv görs under 2024. Vår bedömning i nuläget är att InfraCom kommer att fortsätta sin förvärvsresa framgent, men räknar inte heller med något förvärv i vårt huvudscenario under 2025.

Nuläge och outlook

Under 2023 gjorde InfraCom ett större förvärv av Connect som dubblade affärsvolymen. Under 2023 genomfördes också mindre förvärv av Datatal, ComCenter och Ohlandergruppen. ComCenter tillträdde 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 tillträdde 1 april 2024 respektive 15 maj 2024.

InfraCom Connect, som numera utgör en relativt stor del av InfraCom, har inte levererat enligt plan. Detta har gett en stor effekt på InfraCom som helhet, både avseende nettoomsättning och lönsamhet. Åtgärder har vidtagits för att stärka lönsamheten framgent. Fokus ligger nu på kostnadsbesparingar samt att ta fram ett gemensamt erbjudande inom koncernen, så att InfraCom kan nyttja skalfördelarna och öka lönsamheten. Effekten av kostnadsbesparingarna kommer att ses först inom 6-9 månader. Abonnemangsintäkterna finns fortsatt kvar och ger en underliggande stabilitet till verksamheten, och enligt Kjellberg adderas försäljning om cirka 1,0 MSEK/månad av egenutvecklade tjänster med god lönsamhet.

InfraCom har ett finansiellt mål om en omsättningstillväxt om 15-20 procent årligen. Vi bedömer att detta kan bli svårt att uppnå de kommande åren. Det finansiella målet avseende lönsamheten är att nå en EBIT-marginal om 15 procent (+/- 2 procentenheter). Lönsamheten i Q2'24 låg långt under målet, men förhoppningen är att de vidtagna åtgärderna kring kostnadsbesparingar ska höja lönsamheten framgent. Vår bedömning är att InfraCom inte kommer att genomföra fler förvärv under 2024. Vi tror att nya förvärv tidigast kommer att genomföras under 2025 när kostnadsbesparingarna gett effekt och organisationen har etablerats, men räknar inte med det i vårt huvudscenario.

Vår bedömning är att InfraCom har en något utmanande tid framför sig i det kortare perspektivet, där mycket fokus och arbete kommer att behövas för att vända upp lönsamheten och kring organisationen. Lyckas bolaget öka lönsamheten, sätta organisationen och stärka sin finansiella ställning, så kan bolaget återgå till att fokusera på förvärvsresan och fortsatt tillväxt. Vår tro är att InfraCom kommer att klara av dessa utmaningar de står inför och de underliggande abonnemangsintäkterna ger en stabilitet till verksamheten. Aktiens svaga utveckling under året tror vi kan öppna upp för ett intressant läge för den mer långsiktiga investeraren.

Värdering

Key stats

Antal aktier	34 727 681	Nettoskuld inkl leasing* (MSEK)	178,1
Aktiekurs (SEK)	18,25	Enterprise value (MSEK)	811,9
Börsvärde (MSEK)	633,8	Nettoskuld inkl earnouts (MSEK)	241,0
		Enterprise value** (MSEK)	874,8

*tilläggsköpeskillingar (42,9 MSEK) inte inräknat. Skuldpost om 69,0 MSEK utanför BR inte inräknad.

** Skuldpost om 69,0 MSEK utanför BR inte inräknad.

Rullande 12 månader

Nettoomsättning	816,1 MSEK	P/S	0,8
EBITDA	124,2 MSEK	EV/EBITDA	7,2
EBIT	92,1 MSEK	EV/EBIT	9,9
Vinst*	80,8 MSEK	P/E	6,6
Adj. FCF	17,7 MSEK	EV/Adj. FCF	45,9

*positiv påverkan från nedskrivning av tilläggsköpeskilling 24,0 MSEK och tecknat SWAP-avtal 19,5 MSEK

Historiskt snitt

	P/S	EV/EBIT	P/E	P/FCF
Snitt 3 år	2,2	13,4	16,2	46,4
Snitt 5 år	2,2	15,1	21,0	44,1

Nyckeltal (R12)

Bruttomarginal	EBITDA-marginal	EBIT-marginal	Vinstmarginal
51,5%	13,8%	10,0%	11,8%
OPCF-marginal	FCF-marginal	ROE	ROIC
2,3%	-4,0%	22,6%	15,2%

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 rabatt, vilket förklaras i en oro för den minskade lönsamheten. InfraCom handlas också lägre än snittet de senaste fem åren avseende EV/EBITDA och P/E. Viktigt att ha med sig är att P/E R12 för InfraCom blir avsevärt lägre på grund av positiv påverkan om 40,8 MSEK från nedskrivningar av tilläggsköpeskillningar och teckning av SWAP-avtal

Översikt - Peers

			Värdering				Tillväxt		Lönsamhet	
	BV	EV	EV/EBITDA		P/E		Omsättning	Vinst	EBITDA%	Vinst%
Bolag			R12	snitt 5 år	R12	snitt 5 år	snitt 5 år	snitt 5 år	R12	R12
Bahnhof	5 550	5 121	15,1	14,0	24,4	25,0	8,6%	15,8%	17,4%	11,6%
Bredband2	2 010	2 251	8,0	10,2	20,4	26,6	19,7%	12,2%	17,1%	6,0%
Elisa	7 493	8 876	11,3	12,5	19,5	21,7	3,4%	3,9%	34,8%	16,9%
Qlosr	38	80	13,4	23,4	-0,4	70,3	-	-	1,0%	<i>neg.</i>
Snitt	3 773	4 082	12,0	15,0	16,0	35,9	10,6%	10,6%	17,6%	11,5%
Median	3 780	3 686	12,4	13,2	20,0	25,8	8,6%	12,2%	17,2%	11,6%
InfraCom	625	803	7,1	10,0	6,4	17,5	33,9%	53,4%	13,8%	11,8%

Förklaring - Estimat

Vi gör flertalet justeringar i våra estimat framåt avseende såväl nettoomsättning som lönsamhet, då utmaningarna med Connect är större än vad vi räknat med. Detta i kombination med en svagare makroekonomisk miljö gör att vi räknar med några utmanande kvartal framgent. Inför Q3'24 bedömer vi att större leveranser av hårdvara, till exempel leveransen till Ljungby kommun, kan innebära att nettoomsättningen kommer in något högre än estimerat. Effekten kan dock komma att dämpas av lägre avrop på tidigare ramavtal. På grund av effekter från semesterlöner tror vi att personalkostnaderna kommer att vara avsevärt lägre i Q3'24 än detta kvartal, likt tidigare år, vilket ger en positiv effekt på EBIT.

I våra estimat tar vi inte med några förvärv för 2024 eller 2025, då vår bedömning är att InfraCom kommer att fokusera på att arbeta med de utmaningar bolaget står inför och att stärka balansräkningen. För 2026E tar vi höjd i våra estimat för förvärv som adderar en omsättning om 50,0 MSEK och EBIT om 6,0 MSEK.

Vår bedömning är att lönsamheten kommer att stärkas under 2025E och 2026E, då kostnadsbesparingarna får genomslag. Vi bedömer dock att det kommer att ta tid för InfraCom att närma sig lönsamhetsmålet om 15,0 procent +/- 2 procentenheter. Det är dock en option att InfraCom kan förvärva ytterligare bolag under 2025 och att lönsamhetsförbättringarna får större effekt tidigare än vad vi har räknat med i våra estimat.

Estimat

(MSEK)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	352,4	723,3	810,5	812,9	880,2
% y-o-y	30,5%	105,2%	12,1%	0,3%	8,3%
Övriga intäkter	2,8	6,5	6,7	6,0	6,0
Summa intäkter	355,3	729,9	817,2	818,9	886,2
P/S	1,8	0,9	0,8	0,8	0,7
Summa kostnader	287,2	639,9	746,0	741,8	796,3
% y-o-y	33,5%	122,8%	16,6%	-0,6%	7,3%
EBIT	68,1	89,9	71,1	77,1	89,9
EBIT-marginal	19,3%	12,4%	8,8%	9,5%	10,2%
% y-o-y	17,8%	32,0%	-20,9%	8,4%	16,6%
EV/EBIT	11,9	9,0	11,4	10,5	9,0
Vinst	52,7	63,8	88,0**	50,1	60,3
Vinstmarginal	15,0%	8,8%	10,9%	6,2%	6,9%
% y-o-y	43,2%	21,0%	37,9%	-43,1%	20,4%
P/E	12,0	9,9	7,2	12,7	10,5
Vinst per aktie	1,68	1,84	2,53	1,44	1,74

*Beräknat utifrån antal aktier 34,7 miljoner

**Positiv påverkan om 40,8 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	60,3	904,5	26,0
<i>Säkerhetsmarginal (30%)</i>	15	42,2	633,2	18,2

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	1,43	42,7%	13,8%	1,00	-0,1%	0,0%

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 %
10	603,0	17,4	-4,9%	422,1	12,2	-33,4%
11	663,3	19,1	4,7%	464,3	13,4	-26,7%
12	723,6	20,8	14,2%	506,5	14,6	-20,1%
13	783,9	22,6	23,7%	548,7	15,8	-13,4%
14	844,2	24,3	33,2%	590,9	17,0	-6,8%
15	904,5	26,0	42,7%	633,2	18,2	-0,1%
16	964,8	27,8	52,2%	675,4	19,4	6,6%
17	1 025,1	29,5	61,7%	717,6	20,7	13,2%
18	1 085,4	31,3	71,3%	759,8	21,9	19,9%

I vårt huvudscenario ser vi en uppsida om cirka 42,7 procent med en CAGR om 13,8 procent för 2026E. InfraCom har stött på utmaningar, vilket har påverkat lönsamheten avsevärt. Detta har också avspeglats sig i aktiekursen. I ett optimistiskt scenario fortsätter InfraCom förvärvsresan framåt tidigare än vad vi räknat med och adderar fler förvärv som bidrar till tillväxt. En option är också att lönsamhetsförbättringarna aktualiseras tidigare än vad estimerat. Detta skulle innebära en högre tillväxt och lönsamhet än vad vi förväntat oss och således ge en högre uppsida i aktien. Vi bedömer att det finns en god uppsida från dagens nivåer med option på högre tillväxt och lönsamhet, vilket innebär ett intressant läge för den långsiktiga investeraren.

Källor

1. <https://connect.se/InfraCom-connect-och-epson-ingar-strategiskt-partnerskap/>
2. <https://InfraComgroup.se/nyheter/InfraCom-systech-starker-sin-position-tecknar-avtal-med-ljungby-kommun-vart-34-miljoner-kronor/>
3. <https://InfraCom.se/infinity-livechatt/>
4. https://www.linkedin.com/posts/InfraCom_infinity-livechatt-activity-7217060101533163522-sLZY?utm_source=share&utm_medium=member_desktop
https://www.linkedin.com/posts/InfraCom_utforska-v%C3%A5r-uppdaterade-mobilapp-och-ta-activity-7226497290981527553-CqP1/?utm_source=share&utm_medium=member_desktop
5. https://www.linkedin.com/posts/jan-t-48ba81135_itsaeuikerhet-activity-7230583398912671746-9usK?utm_source=share&utm_medium=member_desktop
6. VD-intervju Q2'24: https://youtu.be/p1a-uum_Zgl?si=ipJ8SMsKzGunxuCV
7. VD-intervju: Q1'24: <https://youtu.be/tfw6mGatZ-g?si=GRzYitzxKevgs7Ho>
8. VD-intervju Q4'23: <https://www.youtube.com/watch?v=HbQcgT62xX8>
9. https://www.linkedin.com/posts/richard-ritheim-9893b052_n%C3%A4stan-1000-skoldatorer-har-framg%C3%A5ngsrikt-activity-7234129178189574146-alni?utm_source=share&utm_medium=member_desktop

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

Estimat

	Q1'24	Q2'24	Q3'24E	Q4'24E	Q1'25E	Q2'25E
Nettoomsättning	199,3	202,7	194,5	214,0	198,5	201,0
<i>Tillväxt y-o-y</i>	<i>87,0%</i>	<i>-0,6%</i>	<i>0,6%</i>	<i>-2,5%</i>	<i>-0,4%</i>	<i>-0,8%</i>
Övriga rörelseintäkter	1,4	1,7	1,5	2,0	1,4	1,5
Rörelsens intäkter	200,8	204,4	196,0	216,0	199,9	202,5
Direkta kostnader	-91,7	-97,8	-96,3	-107,0	-93,3	-96,5
Bruttovinst	107,7	104,9	98,2	107,0	105,2	104,5
<i>Bruttomarginal</i>	<i>54,0%</i>	<i>51,8%</i>	<i>50,5%</i>	<i>50,0%</i>	<i>53%</i>	<i>52%</i>
Övriga externa kostnader	-12,7	-12,6	-12,7	-12,9	-12,8	-12,8
Personalkostnader	-64,7	-72,6	-58,1	-77,1	-72,1	-71,1
Avskrivningar	-7,7	-6,8	-7,5	-8,0	-8,0	-7,5
Totala kostnader	-176,6	-189,8	-174,6	-205,0	-186,2	-187,9
EBIT	24,1	14,6	21,4	11,0	13,7	14,6
<i>EBIT-marginal</i>	<i>12,0%</i>	<i>7,2%</i>	<i>11,0%</i>	<i>5,1%</i>	<i>6,90%</i>	<i>7,27%</i>
EBITDA	31,8	21,4	28,9	19,0	21,7	22,1
<i>EBITDA-marginal</i>	<i>15,9%</i>	<i>10,6%</i>	<i>14,9%</i>	<i>8,9%</i>	<i>10,9%</i>	<i>11,0%</i>
Finansiella intäkter	18,2	29,6	0,2	0,2	0,2	0,2
Finansiella kostnader	-2,8	-3,9	-3,8	-3,8	-3,8	-3,7
EBT	39,6	40,2	17,8	7,4	10,1	11,1
Skatt	-5,7	-6,1	-3,7	-1,5	-2,1	-2,3
Periodens resultat	33,9	34,1	14,2	5,9	8,0	8,8
<i>Vinstmarginal</i>	<i>17,0%</i>	<i>16,7%</i>	<i>7,2%</i>	<i>2,7%</i>	<i>4,0%</i>	<i>4,4%</i>