

2023-11-14

I det tredje kvartalet uppgick nettoomsättningen till 193,3 MSEK (95,4), en ökning med cirka 102,8 % y-o-y, vilket främst var hänförligt till förvärvet av Connect. EBIT-marginalen uppgick till 13,8 % (19,0), där även minskningen var hänförligt till förvärvet av Connect som har lägre marginaler. EBIT uppgick till 26,7 MSEK (18,1), vilket var det högsta resultatet i Infracoms historia.

Stark förvärvsdriven tillväxt

Den starka tillväxten i kvartalet var hänförlig till förvärvet av Connect, då förvärvet fördubblat Infracoms affärsverksamhet. I kvartalet gjordes 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 koncernresultaträkning) och EBIT om 7,2 MSEK under det brutna räkenskapsåret 2021/22. Bolaget har en stark regional närvaro i Jönköping med omnejd och stärker Infracoms position i regionen.

Lönsamhet

EBIT-marginalen var väsentligen lägre i kvartalet i jämförelse med samma kvartal föregående år. EBIT-marginalen stärktes dock i jämförelse med Q2'23, vilket vi ser som mycket positivt. Vår tro är att det finns fler synergier att realisera framåt och att dessa har potential att förbättra såväl lönsamheten som försäljningen för Infracom. VD Bo Kjellberg uppgav i VD-ordet att bolaget arbetar kontinuerligt med att öka lönsamheten och landa inom intervallet för deras finansiella mål om 15-20 % EBIT-marginal.

Outlook

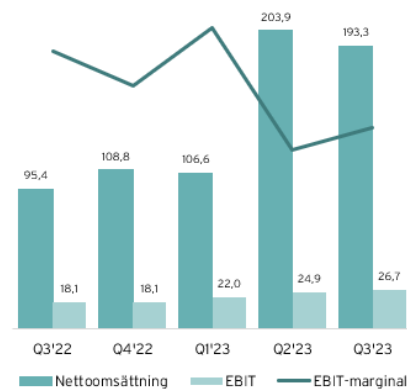
Vi väljer att göra mindre nedjusteringar i estimaten för 2023E, men uppjusteringar för 2024E och 2025E. Vi bedömer att det finns en god potentiell uppsida med optioner om högre organisk tillväxt, förbättrade marginaler, fler förvärv och högre värdering än vad vi räknat med. Detta i kombination med en stabil verksamhet, goda kassaflöden och utdelning gör att vi anser att Infracom är en attraktiv investering för den långsiktiga investeraren.

(MSEK)	2022	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	352,4	721,8	919,0	975,1
Tillväxt y-o-y	30,5%	104,8%	27,3%	6,1%
P/S	3,0	1,5	1,1	1,1
Summa kostnader	287,2	623,2	792,9	838,1
Tillväxt y-o-y	33,5%	117,0%	27,2%	5,7%
EBIT	68,1	103,8	131,1	142,0
EBIT-marginal	19,3%	14,4%	14,3%	14,6%
Tillväxt y-o-y	17,8%	52,4%	26,3%	8,3%
EV/EBIT	16,7	11,0	8,7	8,0
Vinst	52,7	77,3	100,1	108,8
Vinstmarginal	15,0%	10,7%	10,9%	11,2%
Tillväxt y-o-y	43,2%	46,6%	29,5%	8,7%
P/E	20,0	13,6	10,5	9,7

Fakta

VD	Bo Kjellberg
Lista	Spotlight
Ticker	INFRA
Aktiekurs (SEK)	31,00
Antal aktier (Miljoner)	33,96
Börsvärde (MSEK)	1052,8
Nettoskuld (MSEK)	87,9
Enterprise value (MSEK)	1140,7
Insiderägande	64,1%
Nästa rapport	2024-02-22

Kvartalsutveckling



Analytiker

Erik Lundberg
erik.lundberg@kalqyl.se

Kursutveckling 12 månader



Kursutveckling %	1 m	3 m	12m
Infracom	1,98	2,66	14,44

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.

"Just nu känner jag att vi har medvind och möjligheterna för oss att förvärva nu är bättre än någonsin tidigare. Om bara några av alla möjligheter faller på plats skulle det inte förvåna mig om affärsvolymen skulle kunna dubblas en gång till inom de närmsta åren."

- Bo Kjellberg, VD Infracom

Investeringscase

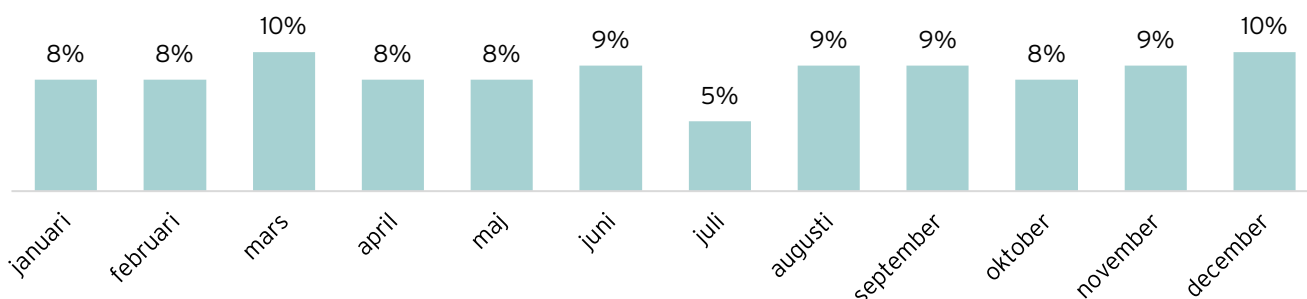
- Högt insiderägande
- Hög andel återkommande intäkter
- Långa avtal
- Konjunkturokänsligt
- Starka kassaflöden
- Erfaren ledning
- Stark historik av förvärv
- Stark finansiell ställning
- Förvärv och expansion öppnar för vidare tillväxt
- "Need to have"-produkter

Finansiell utveckling

Nettoomsättningen uppgick till 193,3 MSEK (95,4), vilket motsvarade en ökning med 102,6 procent y-o-y. Den stora ökningen i nettoomsättning var främst hänförlig till förvärvet av Connect. Infracom rapporterar inte organisk tillväxt, men vi utgår fortsatt från att den var låg i kvartalet.

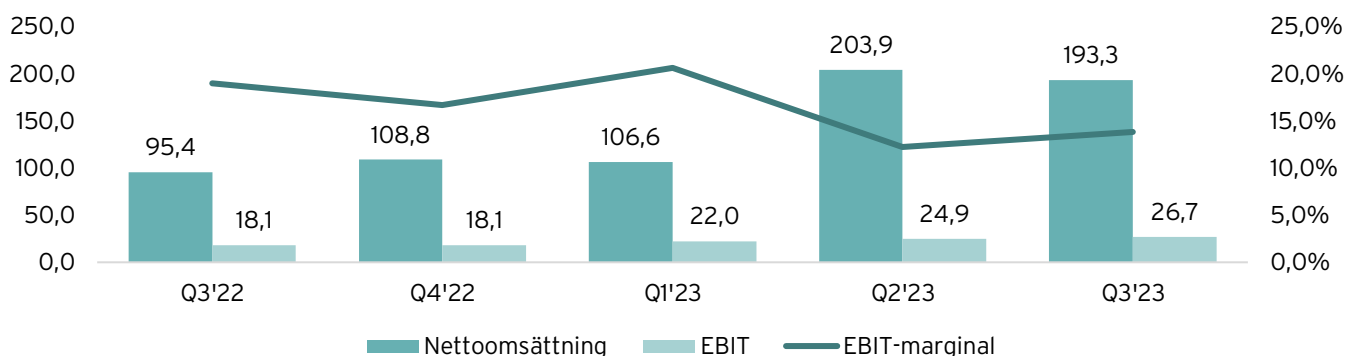
I vår tidigare intervju uppgav VD Bo Kjellberg att Infracom tidigare inte haft några säsongeffekter för nettoomsättningen, men i och med förvärven som gjorts kommer vissa säsongeffekter förekomma. Detta eftersom Connect har en konsultdel (även tidigare förvärv) och även försäljning av hårdvara. Därför kan säsongeffekter synas i Q3'23, då semesterperioden infinner sig och ingen försäljning eller konsultverksamhet bedrivs⁴. Nettoomsättningen kom in cirka 7,6 procent lägre än vad vi estimerat, vilket troligen var hänförligt till större säsongeffekter än vad vi hade räknat med. I VD-ordet uppgav Kjellberg att den nya koncernens intäkter påverkas av säsongvariationer och att de jämförelsevis något lägre intäkterna i kvartalet var en effekt av detta. Nedan diagram redovisades i rapporten för tredje kvartalet och utifrån den härstammar 23 procent av den totala omsättningen från Q3 och 27 procent från Q4. Således bör omsättningen vara cirka 17 procent högre i Q4 jämfört med Q3.

Månadsomsättning i relation till total omsättning (%)



EBIT uppgick till 26,7 MSEK (18,1) i kvartalet, vilket motsvarade en EBIT-marginal om 13,8 procent (19,0). EBIT-marginalen var betydligt lägre än jämförelsekvartalet föregående år, vilket förklarades av att förvärvade Connect har en lägre lönsamhet. EBIT-marginalen var högre än vad vi räknat med, vilket gör att EBIT kommer in ungefär i linje med vad vi estimerat (-5,3%). I VD-ordet uppgav Kjellberg att bolaget arbetar vidare med att stärka lönsamheten och har som mål att uppnå en högre EBIT-marginal framåt.

Finansiell utveckling - Nettoomsättning och EBIT



EBIT-marginalen påverkades troligen också positivt av att abonnemangsinträkterna utgjorde en högre andel av intäkterna i kvartalet, då Connects hårdvaruförsäljning och konsultintäkter var lägre under det tredje kvartalet.

Resultat efter skatt per aktie (efter utspädning) uppgick till 0,57 kr (0,45), vilket innebar en ökning med cirka 26,7 procent y-o-y. Kassaflödet från den löpande verksamheten före förändringar av rörelsekapital uppgick till cirka 27,6 MSEK (19,4) och efter förändringar av rörelsekapital till cirka 2,9 MSEK (19,4). Periodens kassaflöde påverkades således mycket av förändringar i rörelsekapitalet. Det justerade fria kassaflödet (beräknat som kassaflödet från den löpande verksamheten före förändringar av rörelsekapital - CAPEX - leasingkostnader) uppgick för kvartalet till 20,7 MSEK, vilket fortsatt var stabilt.

Utfall vs estimat			
	Utfall	Estimat	Differens
Nettoomsättning	193,3	209,1	-7,6%
EBIT-marginal	13,8%	13,4%	+0,4 pp
EBIT	26,7	28,2	-5,3%
Vinst	19,6	21,4	-8,4%

I vår intervju uppgav Kjellberg att det fjärde kvartalet är generellt starkare för Infracom och har historiskt även varit det för Connect. Vi kommer justera våra estimat framåt utifrån de redovisade siffrorna i Q3'23 och höja estimaten för Q4'23.

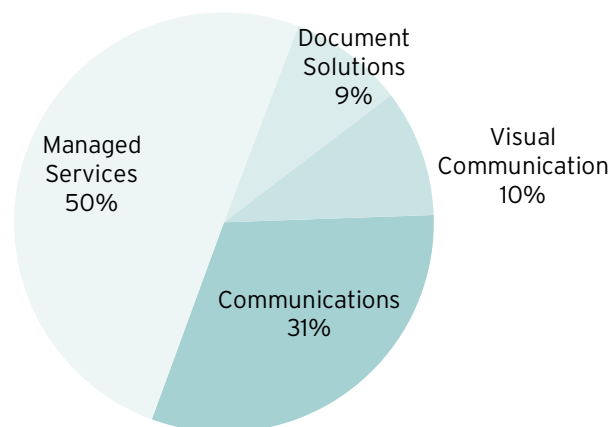
Segmentsfördelning

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 81,3 procent av nettoomsättningen och de två nya affärsområdena Document solutions och Visual Communications utgjorde cirka 18,7 procent i kvartalet.

Fördelning av nettoomsättning Q3'23



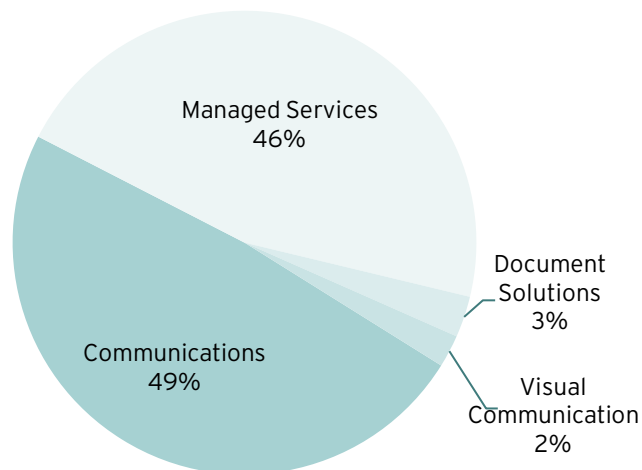
Infracoms kärnverksamhet var mer lönsam än förvärvade Connect, vilket enligt Kjellberg förklarades av att Infracom har mer egenutvecklad mjukvara i sina tjänster². De två nya affärsområdena är hårdvarubaserade, vilket innebär en lägre marginal i jämförelse med ren mjukvara. Planen är att addera tjänster till dessa affärsområden och integrera dem i helhetserbudanden. Enligt Kjellberg är båda affärsområdena viktiga komponenter i ett helhetserbudande².

(MSEK)

Communications	Nettoomsättning	60,2
	<i>EBIT-marginal</i>	24,2%
	EBIT	14,6
Managed Services	Nettoomsättning	97,0
	<i>EBIT-marginal</i>	14,3%
	EBIT	21,4
Document Solutions	Nettoomsättning	17,2
	<i>EBIT-marginal</i>	5,0%
	EBIT	0,9
Visual Communication	Nettoomsättning	18,9
	<i>EBIT-marginal</i>	3,6%
	EBIT	0,7
Totalt	Nettoomsättning	193,3
	<i>EBIT-marginal</i>	13,8%
	EBIT	26,7

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

Fördelning av EBIT, Q3'23

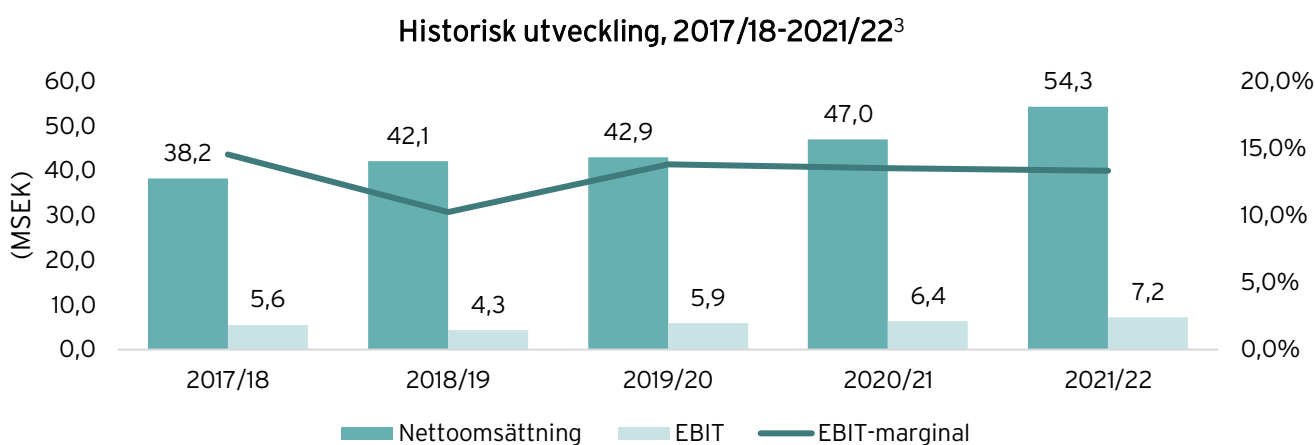


VD Kjellberg har tidigare uppgett att affärsområdena Document Solutions och Visual Communication är viktiga nycklar för att komma in hos kunder, men också viktiga tjänster för merförsäljning hos befintliga kunder framåt. Vidare undersöker Infracom möjligheten att utveckla nya affärsområden, men bolaget är inte riktigt där ännu. Framöver läggs allt fokus i stället på de befintliga affärsområdena samt hur dessa ska paketeras och säljas till kund⁴.

Comcenter

Under september genomförde Infracom ett förvärv av Comcenter för en maximal köpeskilling om 55,0 MSEK. Förvärvet kommer att tillträdas först den 8:e januari 2024. Comcenter bildades 1999 och bedriver sin verksamhet i Jönköpingsregionen riktat mot SME-segmentet. Enligt bolagets verksamhetsbeskrivning fokuserar bolaget på försäljning, installation och supportverksamhet av telekommunikationssystem och tjänster och produkter inom IT.

Enligt Kjellberg har Comcenter under de senaste åren utvecklats till att vara en av Infracoms viktigaste partners, där bolaget varit en white label-partner och bland annat erbjudit sina kunder Infracoms lösningar för moln- och mobiltelefoni¹. I bolagets produkt erbjudande ingår också antennförstärkning för stora fastigheter med dålig teckning och även projekteringsuppdrag. Antennförstärkning är ett område där Comcenter kan bidra med kunskap och erfarenheter till övriga Infracom-koncernen¹. Comcenter är också uppkopplat på Jönköpings Stadsnät och har en kundstock i regionen avseende internetleverans. VD Bo Kjellberg uppgav i vår intervju att majoriteten av Comcenters försäljning är Infracoms tjänster, som en white label-lösning, och att förvärvet är en viktig del för Infracom att etablera sig i Smålandsregionen¹.



Comcenter har uppvisat en god tillväxt de senaste åren och omsatte 54,3 MSEK med ett EBIT-resultat 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 13,8 procent. Noterbart är att cirka 11,0 MSEK av Comcenters försäljning kommer att elimineras i koncernresultaträkning, då detta avser inköp från Infracom.

Köpeskilling och finansiering

Köpeskillingen uppgick till 45,0 MSEK samt en tilläggsköpeskilling om 10,0 MSEK om Comcenter uppnår budgeterat resultat om 10,0 MSEK per år för 2024E och 2025E. Den maximala köpeskillingen (inklusive tilläggsköpeskilling) uppgår således till 55 MSEK. I det budgeterade resultatet ingår Comcenters försäljning till Infracom om cirka 11,0 MSEK

Köpeskilling		
Köpeskilling	Tilläggsköpeskilling	Maximal köpeskilling
45,0 MSEK	10,0 MSEK	55,0 MSEK

Totalt kommer 15,0 MSEK av de initiala 45,0 MSEK erläggas i form av nyemitterade aktier i Infracom. 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. Förvärvet kommer också delfinansieras av att Infracom upptar förvärvsfinansiering om högst 22,5 MSEK inom befintlig kreditram.

Infracom uppgav att förvärvsmultiplern 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 tilläggsköpeskillingen om 55,0 MSEK. Beräknat på den initiala köpeskillingen 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 multiplarna för Infracoms tidigare förvärv och kan sättas i relation till att Infracom handlas till EV/S 1,9, EV/EBITDA 9,8, EV/EBIT 12,4 på R12.

Infracom har tidigare förvärvat en av sina partners, Condere, och enligt Kjellberg gick integrationen av det förvärvet smidigt¹. Integrationerna av white label-partners underlättas av att partnern redan arbetar med Infracoms produkter och system. Kjellberg betonade i vår intervju att förvärvet är ett led i att få en mer kundnära organisation, och att Comcenters regionala närvaro i Jönköpingsregionen kompletterar detta väl. Infracom har tidigare saknat närvaro i Småland, med undantag för Systech i Nässjö. Enligt Kjellberg har Systech IT-kunder behov av telefoni och att det kan finnas potential för Comcenter att sälja telefoni till Systechs befintliga kunder¹.

Vi ser positivt på att Infracom fortsätter sin strategi att bli en mer kundnära organisation. Comcenters geografiska marknad passar väl för Infracom, då bolaget inte har någon närvaro i regionen tidigare. Infracom har som mål att börja växa organiskt och enligt Kjellberg är det av största vikt att vara nära kunden. Comcenter erbjuder idag endast en del av Infracoms produkterbjudande och det finns en god möjlighet till merförsäljning till deras befintliga kunder. Comcenter har arbetat med antennförstärkning, vilket kan vara ett intressant område att bredda inom Infracom-koncernen. Vår bedömning är således att förvärvet är en viktig del för att exekvera på det uttalade målet. Vidare bedömer vi att integrationen av förvärvet kommer ske relativt smidigt, likt det tidigare partnerförvärvet av Condere, då Comcenter redan arbetar med Infracoms produkter och system. Ytterligare en positiv aspekt är att Comcenters ledning blir aktieägare i Infracom i och med förvärvet och kommer fortsätta arbetet likt tidigare.

Synergier och effektivisering

I vår tidigare intervju uppgav Kjellberg att det finns ytterligare synergier att realisera framåt, vilket kommer ha positiv effekt på både omsättning och lönsamhet². Ett omfattande arbete för att paketera tjänster tillsammans med Connect pågår och leds av Connects tidigare VD Patrick Olson. I kvartalets VD-ord betonar Kjellberg att han genomgående söker efter kostnadseffektiviseringar och lösningar för att maximera aktieägarvärde. Vidare uppgav Kjellberg att Infracoms ambition framåt är att optimera verksamheten i ett centralt- och ett lokalt perspektiv samt även inom vissa grupperingar, till att börja med försäljning och support. Den centrala delen kommer utgöras av en teknikintensiv centraliserad organisation som underlättar för och hjälper den kundnära, lokala delen. Vidare uppgav Kjellberg att Infracom arbetar aktivt för att stärka lönsamheten och har en förhoppning att EBIT-marginalen ska öka jämfört med nuvarande nivåer.

Framtida förvärv

I VD-ordet uppgav Kjellberg att förvärvsklimatet förbättras i takt med att konjunkturen försämras, vilket skapar möjligheter för Infracom till ytterligare förvärv. Kjellberg betonar att bolagets stabila kassaflöden, kassa och upplåningsmöjligheter ger Infracom utrymme för ytterligare förvärv av bolag som passar in i Infracoms struktur. Enligt Kjellberg står Infracom rustade för förvärv bättre än någonsin och har möjlighet till både små och stora förvärv.

I våra tidigare intervjuer har Kjellberg uppgett att Infracom inte är 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 Infracom volymen i de befintliga affärsområdena, så kan lönsamheten också förbättras⁴. I vår intervju i samband med Q3'23-rapporten uppgav Kjellberg att de har tittat på en del förvärv av bolag med datacenter, men inte kommit i mål med förhandlingarna⁵.

Vår bedömning är att Infracom kommer fortsätta förvärvsresan. 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.

Finansiell ställning

Infracom har en solid balansräkning med totala tillgångar om cirka 732,0 MSEK, varav cirka 21,4 MSEK i varulager, cirka 131,6 MSEK i kortsiktiga fordringar och 51,5 MSEK i kassa. Detta finansieras med cirka 344,5 MSEK i eget kapital och cirka 139,4 MSEK i bankfinansiering, samt resterande i icke-räntebärande finansiering. De kort- och långfristiga leasingsskulderna uppgår till cirka 32,7 MSEK.

Bankfinansieringen om 139,4 MSEK utgörs av en revolverande kreditfacilitet med en låneram om 175,0 MSEK som löper över tre år. Denna regleras av covenant: Räntetäckningsgrad minst 5x, Nettoskuld/EBITDA max 2,5 samt en soliditet om minst 30%.

Nettoskuld/EBITDA		Räntetäckningsgrad		Soliditet	
Q3'23	Covenant	Q3'23	Covenant	Q3'23	Covenant
0,8	2,5	11,3x	5,0x	47%	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 0,8 vid kvartalets slut (exklusive tilläggsköpeskillningar och leasing). Nettoskuld/EBITDA kommer enligt våra estimat sjunka ytterligare framöver när EBITDA ökar och kassan stärks av Infracoms stabila kassaflöden. Sammanfattningsvis bedömer vi att Infracoms finansiella ställning är god utifrån balansräkningen i kombination med bolagets stabila kassaflöde.

Nettoskuld/EBITDA	Kassa	Räntebärande lån
0,8	51,5 MSEK	139,4 MSEK
Nettoskuld	Nettoskuld inkl. earnouts	Nettoskuld inkl. earnouts och leasing
87,9	137,8	170,5

Tilläggsköpeskillningar

I samband med flera av Infracoms förvärv finns det möjlighet för utbetalning av tilläggsköpeskillningar beroende på om bolagen uppfyller uppsatta mål. Nedan följer en summering av kvarstående tilläggsköpeskillningar. I Connects fall kan den slutliga köpeskillningen komma att bli högre om bolaget överträffar uppsatta mål, då det inte finns en övre beloppsbegränsning på tilläggsköpeskillningen. Överträffas målen är säljarna berättigade till 50 % av överstigande EBITDA-resultat efter avdrag för schabloniserad bolagsskatt. I kvartalet utbetalades en tilläggsköpeskillning om 2,4 MSEK för förvärvet av Advoco. Efter en uppdaterad prognos för Connect har tilläggsköpeskillningen justerats från totalt 40,0 MSEK till 32,0 MSEK. Detta då Connects budget för perioden 1 april 2023 - 31 mars 2024 reviderats ner från en EBITDA om 36 MSEK till 28 MSEK.

Dotterbolag	Tilläggsköpeskillning	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	32,0 MSEK	2024/25
Totalt	49,9 MSEK	

En tilläggsköpeskillning om 10,0 MSEK kommer att tillkomma för förvärvet av Comcenter, där tillträdet sker i januari 2024.

Nuläge och outlook

Infracom förvärvade tre bolag under 2022, vilket adderade cirka 130,0 MSEK i omsättning och cirka 20,0 MSEK i EBITDA. 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. Under kvartalet har även Comcenter förvärvats som omsatte 54,3 MSEK med ett EBIT-resultat om 7,2 MSEK under det brutna räkenskapsåret 2021/22. Utöver detta har även Ohlandergruppen förvärvats, men enligt Kjellberg är det idag svårt att uppskatta vad förvärvet kommer generera för intäkter och resultat.

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.

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.

Värdering

Key stats			
Antal aktier	33 960 411	Nettoskuld* (MSEK)	87,9
Aktiekurs (SEK)	31,40	Enterprise value (MSEK)	1154,3
Börsvärde (MSEK)	1066,4	Nettoskuld inkl earnouts (MSEK)	137,8
		Enterprise value** (MSEK)	1204,2

*tilläggsköpeskillingar (49,9 MSEK) och leasingskulder (32,7 MSEK) inte inräknat.

**inklusive tilläggsköpeskillingar

Rullande 12 månader			
Nettoomsättning	612,5 MSEK	P/S	1,7
EBIT	91,7 MSEK	EV/EBIT	12,4
Vinst	68,5 MSEK	P/E	15,4
Adj. FCF	76,4	EV/Adj. FCF	15,1

Historiskt snitt				
	P/S	EV/EBIT	P/E	P/FCF
Snitt 3 år	2,7	15,9	21,5	66,0
Snitt 5 år	2,3	16,0	23,1	105,2

Nyckeltal (R12)			
Bruttomarginal	EBITDA-marginal	EBIT-marginal	Vinstmarginal
52,9%	19,1%	15,0%	11,2%
OPCF-marginal	FCF-marginal	ROE	ROIC
15,0%	-2,0%	19,9%	13,4%

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. Utifrån sammanställningen, så värderas Infracom lågt i jämförelse.

Översikt - Peers

Bolag	BV	EV	Värdering				Tillväxt		Lönsamhet	
			P/E		EV/EBIT		Omsättning	Vinst	EBIT%	Vinst%
			R12	snitt 5 år	R12	snitt 5 år	snitt 5 år	snitt 5 år	R12	R12
Bahnhof	4 200	3 685	21,0	25,5	14,8	17,9	10,0%	15,3%	13,6%	10,9%
Bredband 2	1 388	1 578	17,6	27,0	14,7	21,4	21,0%	12,6%	6,9%	5,1%
Elisa	7 051	8 408	17,9	23,2	17,4	21,3	3,5%	3,6%	22,2%	17,3%
Qlosr	180	231	<i>neg.</i>	-	<i>neg.</i>	-	-	-	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>
Snitt	3 205	3 476	18,8	25,2	15,6	20,2	11,5%	10,5%	14,2%	11,1%
Median	2 794	2 632	17,9	25,5	14,8	21,3	10,0%	12,6%	13,6%	10,9%
Infracom	1 066	1 154	15,6	22,1	12,6	15,4	36,1%	38,4%	15,0%	11,2%

Förklaring - Estimat

Vi gör mindre justeringar avseende våra estimat för 2023E. 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 tar höjd i våra estimat för 2024E och 2025E 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 fortsatta marginalförbättringar för 2024E och 2025E, men estimerar fortsatt en EBIT-marginal under 15,0 procent. Detta kan ses som något konservativt sett till att Kjellberg upprepade att Infracom fortsatt arbetar för att nå sitt tidigare finansiella mål om en EBIT-marginal inom intervallet 15-20 procent. 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	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	352,4	721,8	919,0	975,1
% y-o-y	30,5%	104,8%	27,3%	6,1%
Övriga intäkter	2,8	5,2	5,0	5,0
Summa intäkter	355,3	727,0	924,0	980,1
<i>P/S</i>	<i>3,0</i>	<i>1,5</i>	<i>1,1</i>	<i>1,1</i>
Summa kostnader	287,2	623,2	792,9	838,1
% y-o-y	33,5%	117,0%	27,2%	5,7%
EBIT	68,1	103,8	131,1	142,0
<i>EBIT-marginal</i>	<i>19,3%</i>	<i>14,4%</i>	<i>14,3%</i>	<i>14,6%</i>
% y-o-y	17,8%	52,4%	26,3%	8,3%
<i>EV/EBIT</i>	<i>16,7</i>	<i>11,0</i>	<i>8,7</i>	<i>8,0</i>
Vinst	52,7	77,3	100,1	108,8
<i>Vinstmarginal</i>	<i>15,0%</i>	<i>10,7%</i>	<i>10,9%</i>	<i>11,2%</i>
% y-o-y	43,2%	46,6%	29,5%	8,7%
<i>P/E</i>	<i>20,0</i>	<i>13,6</i>	<i>10,5</i>	<i>9,7</i>
Vinst per aktie	1,68	2,28	2,95*	3,15*

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

Vi har valt att värdera Infracom till 15x vinsten på 2025E. 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 2025E	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)
2025E	15	108,8	1632,0	47,2
<i>Säkerhetsmarginal (30%)</i>	<i>15</i>	<i>76,2</i>	<i>1142,4</i>	<i>33,1</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
2025E	1,55	55,0%	21,5%	1,09	8,5%	3,7%

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

Känslighetsanalys						
Huvudscenario 2025E				Säkerhetsmarginal (30%)		
Vinstx	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %
13	1 414,4	40,9	34,3%	990,1	28,7	-6,0%
14	1 523,2	44,1	44,7%	1 066,2	30,9	1,3%
15	1 632,0	47,2	55,0%	1 142,4	33,1	8,5%
16	1 740,8	50,4	65,4%	1 218,6	35,3	15,7%
17	1 849,6	53,5	75,7%	1 294,7	37,5	23,0%
18	1 958,4	56,7	86,0%	1 370,9	39,7	30,2%
19	2 067,2	59,8	96,4%	1 447,0	41,9	37,5%
20	2 176,0	63,0	106,7%	1 523,2	44,1	44,7%

I vårt huvudscenario ser vi en uppsida om cirka 55,0 procent med en CAGR om 21,5 procent för 2025E. Applicerar vi en säkerhetsmarginal om 30 procent får vi en uppsida om 8,5 procent med en CAGR om 3,7 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 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/uOCjZDxw3DA?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. Intervju Q2'23: <https://youtu.be/xk8AVAJI0pl?si=TikqEW5j-iDktCNG>
5. Intervju Q3'23: <https://youtu.be/-YZViRI4M7I?si=hDvyN63zldUKBHlu>

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