

2024-11-13

Nettoomsättningen uppgick till 204,8 MSEK (193,3), vilket motsvarade en ökning med 6,0 procent y-o-y. Ökningen är bland annat hänförlig till förvärven av ComCenter, QSi Sweden och Centiljon, vilka inte ingick i nettoomsättningen i jämförelsekvartalet. EBIT uppgick till 20,4 MSEK (26,7), vilket var en minskning med 23,5 procent y-o-y. EBIT-marginalen uppgick till 10,0 procent (13,8), vilket var en minskning jämfört med föregående år.

Ett steg i rätt riktning

InfraCom uppvisade tillväxt i kvartalet till skillnad mot Q2'24, vilket var ett steg i rätt riktning. EBIT-marginalen påverkades negativt av omstruktureringskostnader av engångskaraktär om 2,4 MSEK som härrörde förändringar inom personal- och hyreslokaler samt 1,2 MSEK från periodiseringseffekter vid försäljning av egenutvecklade tjänster. Justerat för detta uppgick EBIT till 24,0 MSEK och således en justerad EBIT-marginal om 11,7 procent. EBIT-marginalen är dock starkast under det tredje kvartalet på grund av semestereffekter med lägre personalkostnader.

Kostnadsbesparingar och organisationsförändringar

InfraCom har påbörjat ett kostnadsbesparingsprogram, som ska innebära en kostnadsbesparing om cirka 6,0 MSEK per kvartal från årsskiftet och således stärka lönsamheten. Organisationen ska minska med ett trettiotal tjänster, två lokalkontor stängas ner och två kontor slås ihop. En översyn av samtliga verksamheter har påbörjats och det sker ett fortsatt arbete med att utvinna fler synergier mellan samtliga delar inom InfraCom. Enligt VD Kjellberg finns fortsatt mycket arbete kvar att göra, men bolaget har kommit långt med att få ordning på säljorganisationen InfraCom Connect. Fokus framåt är att addera fler tjänster till produktkatalogen som försäljningsteamet kan sälja, vilket ska bidra till tillväxt.

Outlook

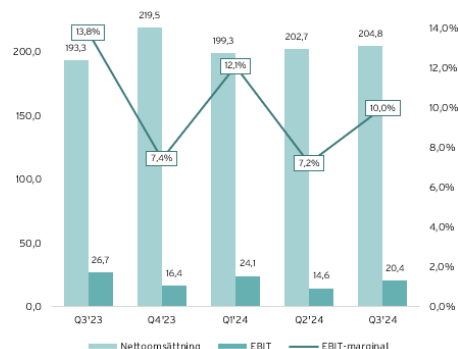
Vi väljer att göra ett antal justeringar i våra estimat framåt. Vi tror att InfraCom har en del arbete kvar att göra de kommande kvartalen, då det fortsatt finns en del utmaningar. Vår tro är att InfraCom kommer att överkomma utmaningarna, men att det kommer att ta tid och att 2025 kommer bli ett år 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 82,0 procent med en CAGR om 30,5 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	828,8	839,2	912,0
Tillväxt y-o-y	30,5%	105,2%	14,6%	1,3%	8,7%
P/S	1,8	0,9	0,8	0,8	0,7
Summa kostnader	-287,2	-639,9	-762,1	-753,7	-838,5
Tillväxt y-o-y	33,5%	122,8%	16,6%	-0,6%	7,3%
EBIT	68,1	89,9	74,4	91,4	111,5
EBIT-marginal	19,3%	12,4%	9,0%	10,9%	12,2%
% y-o-y	17,8%	32,0%	-17,3%	22,9%	22,0%
EV/EBIT	11,9	9,1	10,9	8,9	7,3
Vinst	52,7	63,8	95,4	61,5	77,5
Vinstmarginal	15,0%	8,8%	11,5%	7,3%	8,5%
% y-o-y	43,2%	21,0%	49,5%	-35,5%	26,0%
P/E	12,1	10,0	6,7	10,4	8,2

Fakta

VD	Bo Kjellberg
Lista	Spotlight
Ticker	INFRA
Aktiekurs (SEK)	18,40
Antal aktier (Miljoner)	34,7
Börsvärde (MSEK)	639,0
Nettoskuld (MSEK)	175,0
Enterprise value (MSEK)	814,0
Insiderägande	58,0%
Nästa rapport	2025-02-20

Kvartalsutveckling



Analytiker

Erik Lundberg
erik.lundberg@kalqyl.se

Kursutveckling 12 månader



Kursutveckling %	1 m	3 m	12m
InfraCom	5,1	-29,0	-41,2



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 abonnemangsinträder 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.

" Under kvartalet har vi anpassat personalstyrkan för att möta marknadens efterfrågan och i förlängningen koncernens lönsamhetsmål. Åtgärderna har gällt hela koncernen, men har främst påverkat säljbolaget Connect där förändringsresan efter sommaren har intensifierats och utvecklats."

- Bo Kjellberg, VD InfraCom

Investeringscase

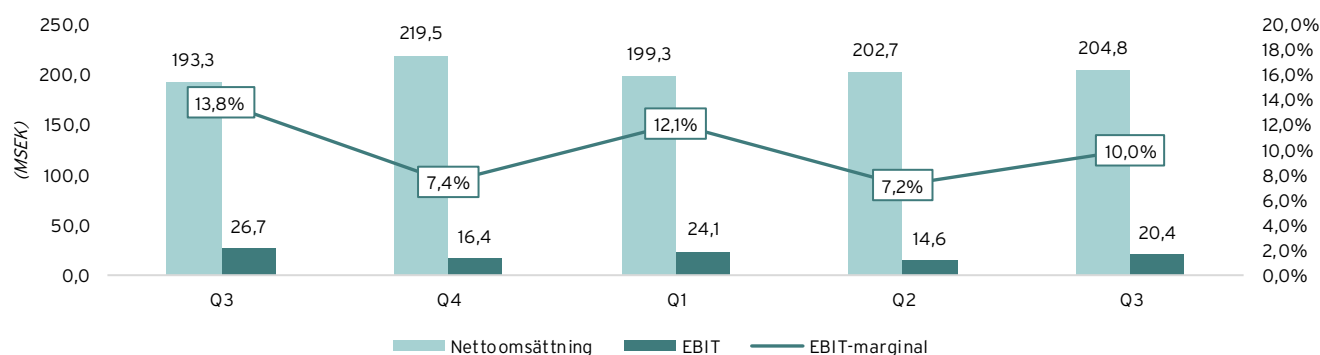
- Högt insiderägande
- Hög andel återkommande intäkter
- Långa avtal
- Konjunkturokänsligt
- Starka kassaflöden
- Erfaren ledning
- Stark historik av förvärv
- Stark finansiell ställning
- Förvärv och expansion öppnar för vidare tillväxt
- "Need to have"-produkter

Ett steg i rätt riktning

Nettoomsättningen uppgick till 204,8 MSEK (193,3), vilket motsvarade en ökning med 6,0 procent y-o-y. Ökningen är bland annat hänförlig till förvärven av ComCenter, QSi Sweden och Centiljon, vilka inte ingick i nettoomsättningen i jämförelsekvartalet. Övriga rörelseintäkter uppgick till 2,6 MSEK (1,7), vilket medförde att totala intäkter uppgick till 207,3 MSEK (195,0).

EBIT uppgick till 20,4 MSEK (26,7), vilket var en minskning med 23,5 procent y-o-y. EBIT-marginalen uppgick till 10,0 procent (13,8), vilket var en minskning jämfört med föregående år. Detta var en förbättring jämfört med Q2'24, vilket dock var hänförligt till säsongseffekter med lägre personalkostnader. EBIT-marginalen påverkades negativt av omstruktureringskostnader av engångskaraktär om 2,4 MSEK som härrörde förändringar inom personal- och hyreslokaler samt 1,2 MSEK från periodiseringseffekter vid försäljning av egenutvecklade tjänster. Justerat för detta uppgick EBIT till 24,0 MSEK och således en justerad EBIT-marginal om 11,7 procent.

Nettoomsättning och EBIT, kvartalsvis



Utfall vs estimat

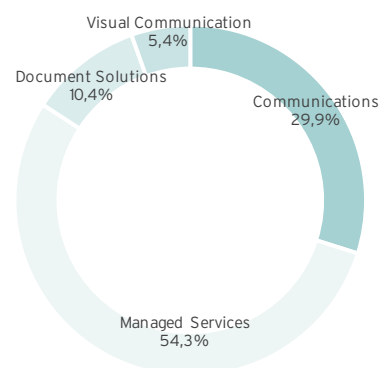
InfraCom inkom högre än våra estimat avseende nettoomsättning. Bruttomarginalen inkom 4,2 procentenheter lägre än vad vi estimerat, vilket innebar att bruttovinsten blev lägre än våra estimat trots den starkare nettoomsättningen. Rörelsekostnaderna var i linje med våra estimat och EBIT inkom något svagare. EBIT var dock något starkare än våra estimat justerat för engångskostnaderna hänförliga till omstruktureringen. Vinsten påverkades positivt med 5,0 MSEK relaterat till en nedskrivning av tilläggsköpeskillningar för främst InfraCom Connect samt negativt med 1,8 MSEK av SWAP-avtalet. Justerat för detta samt engångskostnaderna, så var vinsten relativt i linje med våra estimat.

Utfall vs estimat Q3'24

(MSEK)	Utfall	Estimat	Differens
Nettoomsättning	204,8	194,5	+5,3%
Tillväxt y-o-y	5,9%	0,6%	+5,3pp
Direkta kostnader	-109,9	-96,3	-14,1%
Bruttovinst	94,9	98,2	-3,4%
Bruttomarginal	46,3%	50,5%	-4,2pp
Rörelsekostnader	-77,0	-78,3	-1,7%
EBIT	20,4	21,4	-4,7%
EBIT-marginal	10,0%	11,0%	-1,0pp
Vinst	18,1	14,2	+27,5%
Vinstmarginal	8,7%	7,2%	+1,5pp

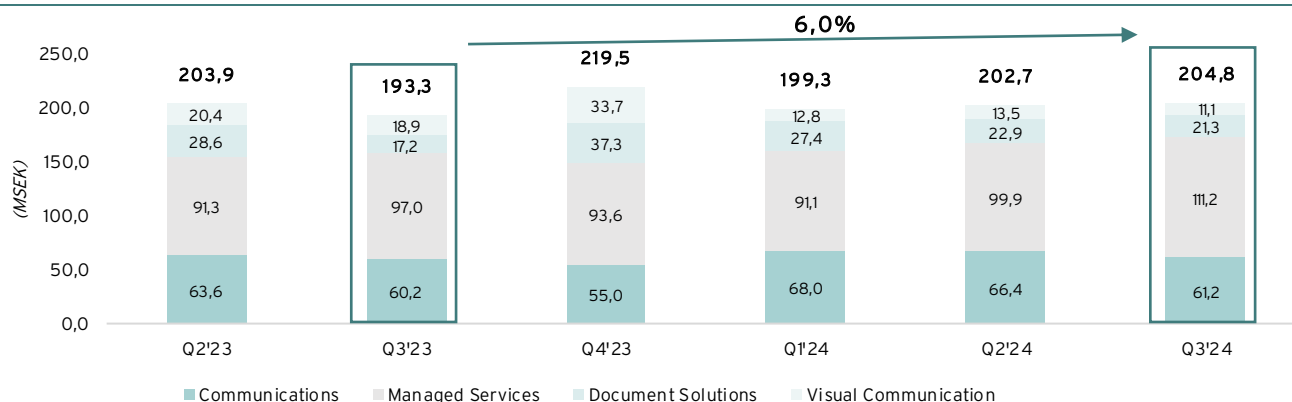
Segmentsfördelning av intäkter

Samtliga segment utom Visual Communications uppvisade en tillväxt i kvartalet. De största segmenten Managed Services och Communications uppvisade en tillväxt om 14,6 procent respektive 1,6 procent. Document Solutions uppvisade en tillväxt om 24,1 procent, men Q3'23 var ett relativt enkelt jämförelsekvartal för segmentet. Visual Communications minskade med 41,3 procent y-o-y. Den totala nettoomsättningen för koncernen uppgick till 204,8 MSEK (193,3), vilket motsvarade en ökning med 6,0 procent y-o-y. Övriga rörelseintäkter uppgick till 2,6 MSEK (1,7), vilket medförde att totala intäkter uppgick till 207,3 MSEK (195,0).



Kärnsegmenten Communications och Managed Services utvecklades väl i kvartalet jämfört med föregående år. De båda segmenten utgjorde 84,2 procent (76,0) och utgör således majoriteten av nettoomsättningen. Document Solutions och Visual Communications tillsammans utgjorde endast 15,4 procent (24,0).

Segmentsfördelning av nettoomsättning, kvartalsvis

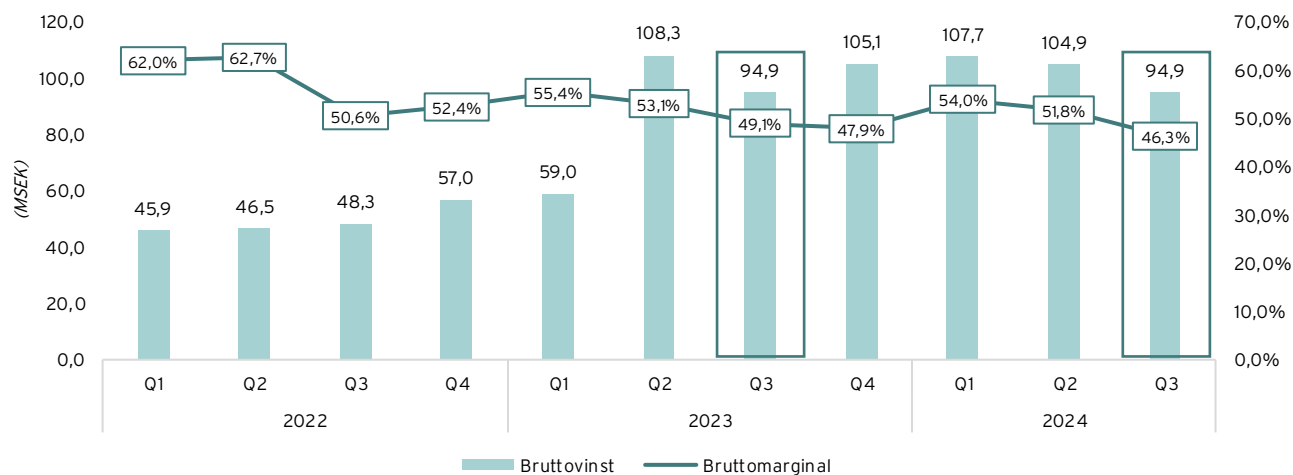


I föregående kvartal uppgav Kjellberg att InfraCom inte lyckades förnya en större offentlig upphandling samt hade en viss churn inom IT-drift, vilket påverkade nettoomsättningen negativt. Detta påverkade även innevarande kvartal. Säljbolaget InfraCom Connect har under kvartalet genomgått ett stort förändringsarbete, där ett antal tjänster har avslutats. Vid kvartalets utgång har bolagets försäljningsvolym och intjäningsförmåga stärkts. Den organiska tillväxten ska komma från ökad volym av försäljningen från säljorganisationen, där fokuset ligger lönsamma affärer och återkommande intäkter snarare än volymaffärer av till exempel hårdvara. InfraCom har adderat fler tjänster till produktkatalogen som säljteamet kan sälja, bland annat ett IT-säkerhetspaket som utvecklats i samarbete med en leverantör som InfraCom lanserade under kvartalet. Kjellberg uppgav att de såg bra momentum för IT-affären, framför allt inom IT-säkerhet och Cloud, och att de har goda förhoppningar om att detta ska bidra till tillväxten framgent. Likt vi tagit upp i tidigare rapportkommentarer drabbas InfraCom av en förskjutning av tjänsteintäkterna, vilka innebär en negativ marginalpåverkan fram tills dessa ackumulerade tjänsteintäkter ligger i nivå med säljbolagets ackumulerade provisionsintäkter. Kvartalet påverkades med 1,2 MSEK av detta, vilket påverkade EBIT-marginalen negativt med 0,6 procent. Det totala ordervärdet för sålda egenutvecklade tjänsterna är drygt 30,0 MSEK, som kommer att genereras de kommande 24-36 månaderna. Utöver organisk tillväxt har InfraCom som mål att fortsätta att växa genom förvärv, där målet är främst att förvärva till sig återkommande intäkter. Vår bedömning är att InfraCom har börjat få kontroll på säljorganisationen efter några kvartal med en hel del motvind. De viktiga återkommande abonnemangintäkterna finns fortsatt kvar och genererar stabila intäkter och kassaflöden. Kunderna förlänger avtalen i hög grad och vi ser det som en låg risk att abonnemangintäkterna kommer att minska.

Lägre bruttomarginal och oförändrad bruttovinst

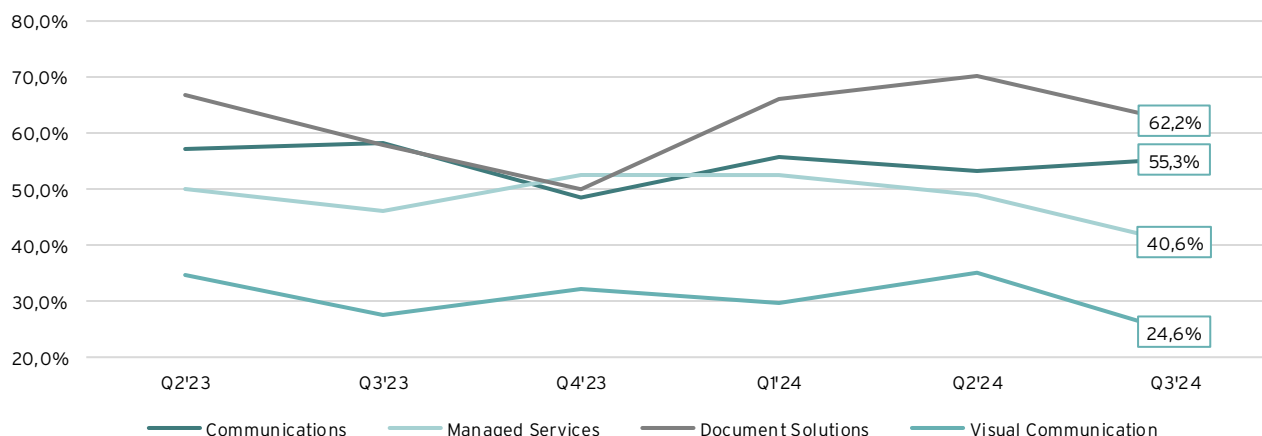
Bruttomarginalen i kvartalet uppgick till 46,3 procent (49,1), vilket var lägre än kvartalen under H1'24 och en minskning y-o-y. Bruttovinsten var oförändrad jämfört med föregående år och uppgick till 94,9 MSEK (94,9) tack vare en högre nettoomsättning. Den lägre bruttomarginalen i kvartalet var hänförlig till en ökad andel hårdvaruförsäljning¹.

Bruttovinst och bruttomarginal, kvartalsvis 2022-2024



Segmentet Communications bruttomarginal uppgick till 55,3 procent (58,2), vilket var något lägre jämfört med samma period föregående år, men något högre jämfört med Q2'24. Managed Services bruttomarginal var det som drog ner den generella bruttomarginalen, då det också är det största segmentet. Bruttomarginalen uppgick till 40,6 procent (46,0), vilket var relaterat till ökad hårdvaruförsäljning. Segmentet Visual Communication har avsevärt lägre bruttomarginal än övriga segment och är också det minsta segmentet intäktsmässigt. Bruttomarginalen uppgick till 24,6 procent (27,7). Bruttomarginalen för Document Solutions uppgick till 62,2 procent (57,8) och är det segment med högst bruttomarginal, men var trots detta inte lönsamt på EBIT-nivå under kvartalet. Communications och Managed Services utgör majoriteten av intäkterna och bruttomarginalsutvecklingen för dessa segment är viktigast för bruttovinsten för InfraCom som helhet. Om InfraCom kan höja bruttomarginalen i dessa två segment framgent ger det en stor effekt på lönsamheten.

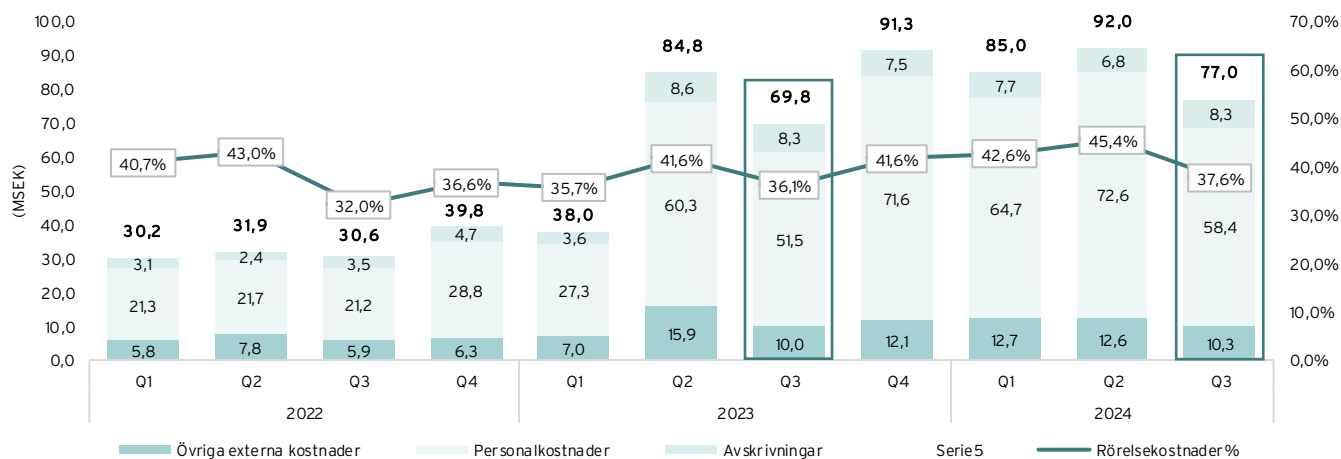
Bruttomarginal segmentsfördelning, kvartalsvis 2023-2024



Rörelsekostnaderna ökar

Rörelsekostnaderna ökade med 10,3 procent y-o-y och uppgick till 77,0 MSEK (69,8) i kvartalet, drivet av en 13,1 procents ökning av personalkostnader. Övriga externa kostnader ökade med 3,1 procent och avskrivningar var oförändrade jämfört med samma kvartal föregående år. Rörelsekostnaderna i förhållande till nettoomsättningen uppgick till 37,6 procent (36,1). Personalkostnaderna är alltid lägre i det tredje kvartalet relaterat till semesterlöner.

Rörelsekostnader, kvartalsvis 2022-2024

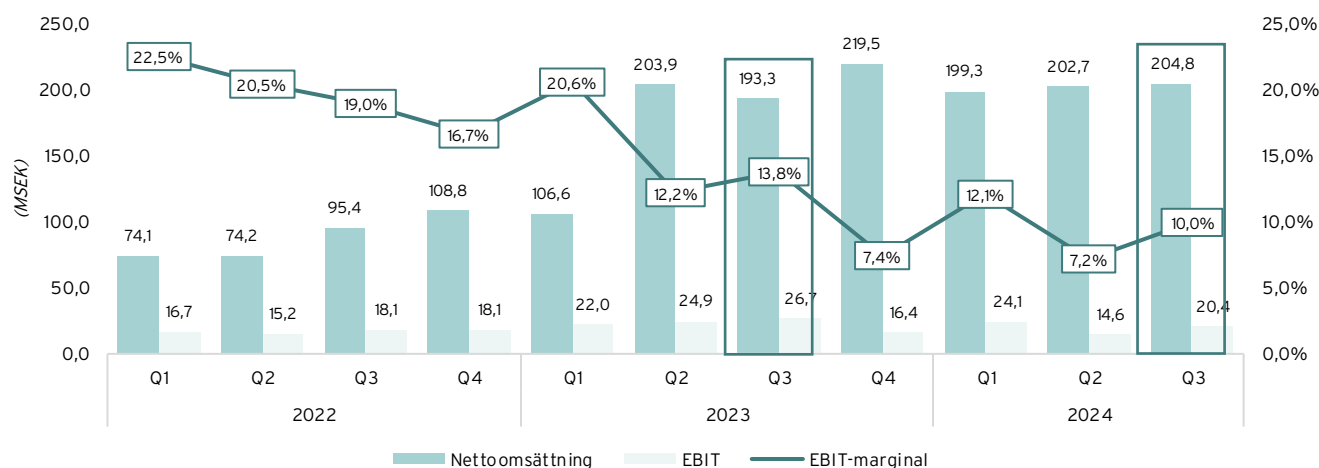


InfraCom har vidtagit åtgärder för att minska kostnaderna, inom framför allt InfraCom Connect, då dessa är på en för hög nivå i relation till dotterbolagets intäkter. Åtgärderna innefattar att minska antalet anställda med ett trettiotal tjänster över tid, både genom uppsägning och att inte ersätta naturliga 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 tidigare VD-ord uppgav Kjellberg att åtgärderna bolaget vidtagit 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, allt från personal till lokaler, och om de kan hitta ytterligare synergier mellan dotterbolagen. Vidare uppgav Kjellberg att de kommer att ha kommit en bra bit på vägen avseende kostnadsbesparingar runt årsskiftet, men att mer kan komma att göras. Under kvartalet tog InfraCom engångskostnader relaterat till kostnadsbesparingsprogrammet om 2,4 MSEK, och ytterligare kostnader kommer tas de kommande sex månaderna. Vidare betonade Kjellberg att det gäller att InfraCom håller kostnaderna på en lägre nivå även framåt för att öka lönsamheten och närma sig lönsamhetsmålet om 15,0 procent +/- 2,0 procentenheter.

Lönsamhet

EBIT uppgick till 20,4 MSEK (26,7) i kvartalet, vilket motsvarade en EBIT-marginal om 10,0 procent (13,8). EBIT-marginalen var betydligt lägre än jämförelsekvartalet föregående år. Detta var en förbättring jämfört med Q2'24, vilket dock var hänförligt till säsongeffekter med lägre personalkostnader. EBIT-marginalen påverkades negativt av omstruktureringskostnader av engångskaraktär om 2,4 MSEK som härrörde förändringar inom personal- och hyreslokaler samt 1,2 MSEK från periodiseringseffekter vid försäljning av egenutvecklade tjänster. Justerat för detta uppgick EBIT till 24,0 MSEK och således en justerad EBIT-marginal om 11,7 procent.

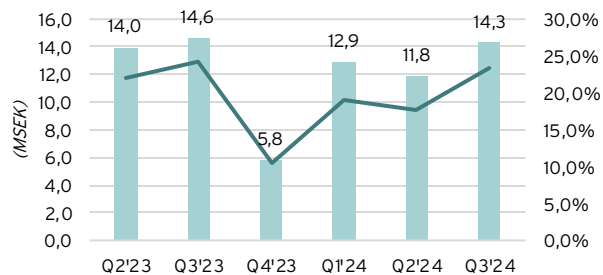
Nettoomsättning, EBIT och EBIT-marginal, kvartalsvis 2022-2024



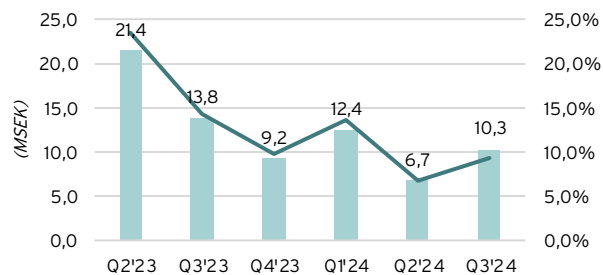
Communications fortsatte att stärka lönsamheten för tredje kvartalet i rad. Managed Services förbättrades jämfört med Q2'24, men EBIT-marginalen låg kvar på fortsatt låga nivåer. Dessa två segment utgjorde hela EBIT för kvartalet, då Visual Communications endast uppvisade en minimal lönsamhet och Document Solutions en förlust. Kjellberg uppgav att bolaget ser över vad de kan göra med dessa segment för att stärka lönsamheten, som exempelvis bredda med nya mjukvaror¹.

EBIT och EBIT-marginal för de olika segmenten

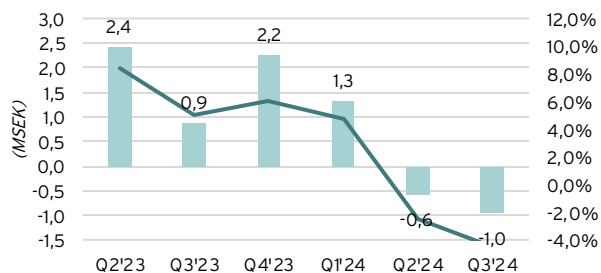
Communications



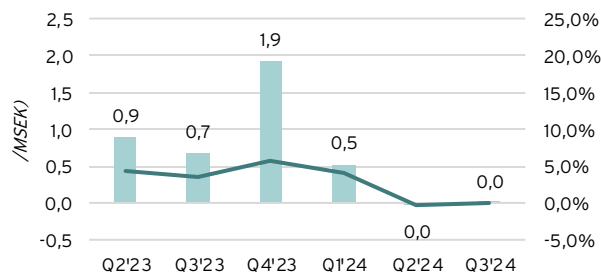
Managed Services



Document Solutions



Visual Communications



Vinsten uppgick till 18,1 MSEK (19,6), vilket var en minskning med 7,7 procent. Minskningen var hänförlig till tidigare nämnda orsaker som svagare bruttomarginal och engångseffekter från kostnadsbesparingsprogrammet samt periodiseringseffekterna. I kvartalet påverkades dock vinsten negativt med 1,5 MSEK av realiserade värdeförändringar från SWAP-avtalet samt positivt om 5,0 MSEK då nedskrivning av tilläggsköpeskillingar resultatförts. Resultat efter skatt per aktie uppgick till 0,52 SEK (0,57).

Händelser

IT-säkerhetspaket - Klientsäkerhet som tjänst

Under kvartalet lanserade InfraCom tre nya IT-säkerhetspaket som tagits fram ihop med partnern Fortinet och bygger på NIST Cybersecurity Framework och NIS2 samt DORA². Dessa ska säljas som tjänst och intäkterna som är per användare skalar väl lönsamhetsmässigt. Enligt Kjellberg ser InfraCom ett fint momentum i denna affär redan och har höga förväntningar framåt¹. I kvartalet kommunicerade InfraCom att det totala ordervärdet för sålda egenutvecklade tjänster var drygt 30,0 MSEK, varav IT-säkerhetspaketet stod för ett par miljoner¹. Vår bedömning är att detta är helt rätt väg att gå, då det inte är någon nyhet att efterfrågan på lösningar inom cybersäkerhet är hög och kommer förbli hög framgent. Enligt Kjellberg har många företag inte hängt med i utvecklingen avseende detta och InfraCom arbetar nu mycket med säkerhetsaspekten kring system och företag¹.

Ransomware-attack

Natten mellan 25 och 26 september genomfördes en ransomware-attack mot en begränsad del av InfraComs servermiljö. Löpande dialog har sedan attacken förts med drabbade kunder för att i samråd hantera inverkan på deras verksamhet. När attacken påbörjades upptäcktes den snabbt via InfraComs övervakning och bolaget har på ett strukturerat vis följt uppsatta rutiner för återställning. Inom 48 timmar var över 95,0 procent av berörda system återställda så att kunderna kunde utföra sitt dagliga arbete som vanligt. Eftersom driftstörningarna kunnat begränsas har största skadan av attacken varit den data som förövarna har lyckats extrahera. InfraCom har utan fördröjning informerat berörda kunder och därefter anmält händelsen till Integritetsskyddsmyndigheten (IMY) samt polisen⁵.

Leveranser av datorer

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 avtalet³. Under kvartalet levererades också över 3 000 datorer till samtliga skolor i medlemskommunerna i Höglandsförbundet Aneby, Eksjö, Nässjö, Sävsjö och Vetlanda⁴.

Övrigt

Under kvartalet meddelade InfraCom att de blir operatör i Hässleholms fibernät. Tillsammans med QSi Sweden kan InfraCom därmed erbjuda helheten i Hässleholm, då de från och med 1 november kan börja att leverera internetförbindelser⁶. Vid Ricoh Partner Summit 2024 utsågs även InfraCom till Nordic Partner of the year 2024⁷.

Finansiell ställning och kassaflöden

InfraCom har totala tillgångar om cirka 842,2 MSEK (732,0), varav cirka 27,6 MSEK (21,4) i varulager, cirka 185,4 MSEK (131,6) i kortfristiga fordringar och 24,4 MSEK (51,5) i kassa. Detta finansieras med cirka 445,4 MSEK (344,5) i eget kapital och cirka 168,6 MSEK (139,4) i bankfinansiering, samt resterande i icke-räntebärande finansiering. De kort- och långfristiga leasingskulderna uppgår till cirka 24,9 MSEK (32,7).

Bankfinansieringen om 168,6 MSEK utgörs av en revolverande kreditfacilitet med en låneram om 175,0 MSEK som löper över tre år. Efter kvartalets slut utökades denna till 300,0 MSEK och löper över 3 + 1 år och regleras av följande covenant: räntetäckningsgrad minst 5:1, Nettoskuld/EBITDA max 3,0x samt soliditet om minst 30,0 procent. 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. EBITDA på rullande tolv månader uppgick till 105,8 MSEK

	Belopp (MSEK)	Nettoskuld/EBITDA
Kreditfacilitet	168,6	
Kassa	24,4	
Nettoskuld	144,2	1,36
Tilläggsköpeskillingar	30,8	
Nettoskuld inkl. tilläggsköpeskillingar	175,0	1,65
Kort- och långfristig leasing	24,9	
Nettoskuld inkl. leasing och tilläggsköpeskillingar	199,9	1,89

InfraCom har ett finansiellt mål att Nettoskuld/EBITDA ska vara under 3,0x enligt de nya covenanterna. I nuläget låg InfraCom på en redovisad Nettoskuld/EBITDA om 1,67 vid kvartalets slut, där InfraCom definierar nettoskuld som räntebärande nettoskuld inklusive leasingskuld (kort- och långfristig) samt tilläggsköpeskillingar (kortfristig). Indirekta skulder som inte redovisas i balansräkningen (69,0 MSEK) ingår inte i InfraComs beräkning, men ingår vid redovisning till banken där redovisad Nettoskuld/EBITDA var 2,32. Sammanfattningsvis bedömer vi att InfraComs finansiella ställning är under kontroll, där bolaget har en kassa om 24,4 MSEK, kortfristig fordran SWAP-avtal 55,5 MSEK och en utökad kreditfacilitet. Nedan listas tilläggsköpeskillingarna vid utgången av Q2'24.

Dotterbolag	Tilläggsköpeskillning	År
InfraCom Systech AB	8,3 MSEK	2023/24/25
Trust-IT Sweden AB	2,5 MSEK	2023/24
Quality of Service AB	3,0 MSEK	2023/24
ComCenter	10,0 MSEK	2024/25
QSi Sweden	4,0 MSEK	2024/26
Centiljon	3,0 MSEK	2024/26
Totalt	30,8	

Under kvartalet har 7,1 MSEK utbetalats i tilläggsköpeskillingar (Advoco 2,2 MSEK, Systech 1,7 MSEK och Connect 3,2 MSEK). Vidare har en tilläggsköpeskillning om 5,0 MSEK resultatförts då InfraCom Connect inte förväntas nå målnivån för den andra tilläggsköpeskillingsperioden (31/4- 24 tom 31/3 2025). Under 2024 har därmed tilläggsköpeskillingar om totalt 29,0 MSEK resultatförts (Advoco 0,2 Mkr och Connect 28,8 Mkr).

Kassaflödet från den löpande verksamheten före förändringar av rörelsekapital uppgick till cirka 20,3 MSEK (27,6) och efter förändringar av rörelsekapital till cirka 24,8 MSEK (2,9). Det justerade fria kassaflödet (beräknat som kassaflödet från den löpande verksamheten före förändringar av rörelsekapital - CAPEX (exklusive förvärv) - leasingkostnader) uppgick för kvartalet till 13,6 MSEK (20,7). Vår bedömning är att InfraCom kommer att stärka sina kassaflöden under 2025, drivet av ett förbättrat resultat hänförligt till viss tillväxt och kostnadsbesparingar. De underliggande abonnemangsavtalen ger InfraCom stabila intäkter och kassaflöden fortsatt.

Framtida förvärv

Tidigare har Kjellberg uppgett att förvärvsklimatet förbättrats i takt med att konjunkturen försämrats och det finns många bolag till salu på marknaden. 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 och mycket är till salu på marknaden. Fokus är dock på 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. Den utökade lånefaciliteten ger större utrymme för förvärv och utförs ett förvärv tror vi på ett mindre förvärv med hög andel abonnemangsinträder inom IT eller telefoni. 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 tillträdades 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 tillträdades 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 cirka 6-9 månader. Abonnemangsinträdena 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). Den justerade EBIT-marginalen i Q3'24 låg inte så långt under målet, och förhoppningen är att de vidtagna åtgärderna kring kostnadsbesparingar ska höja lönsamheten framgent. Målet är att kostnadsbesparingarna ska minska kostnaderna med cirka 6,0 MSEK per kvartal. 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 haft en utmanande tid bakom sig och att det krävs ytterligare lite tid för bolaget att genomföra kostnadsbesparingarna och sätta 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 abonnemangsinträdena 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* (MSEK)	144,2
Aktiekurs (SEK)	18,40	Enterprise value (MSEK)	783,2
Börsvärde (MSEK)	639,0	Nettoskuld inkl earnouts** (MSEK)	175,0
		Enterprise value** (MSEK)	814,0

*tilläggsköpeskillingar (30,8 MSEK), skuldpost om 69,0 MSEK utanför BR och leasing inte inräknad.

**Leasing och skuldpost om 69,0 MSEK utanför BR inte inräknad.

Rullande 12 månader

Nettoomsättning	826,3 MSEK	P/S	0,8
EBITDA	105,8 MSEK	EV/EBITDA	7,7
EBIT	75,5 MSEK	EV/EBIT	10,8
Vinst*	95,0 MSEK	P/E	6,7
Adj. FCF	41,2 MSEK	EV/Adj. FCF	19,8

*positiv påverkan från nedskrivning av tilläggsköpeskilling 29,0 MSEK och tecknat SWAP-avtal 18,0 MSEK

Historiskt snitt

	P/S	EV/EBIT	P/E	P/FCF
Snitt 3 år	2,0	12,8	14,8	47,2
Snitt 5 år	2,1	14,8	20,0	40,9

Nyckeltal (R12)

Bruttomarginal	EBITDA-marginal	EBIT-marginal	Vinstmarginal
50,9%	12,8%	9,1%	11,5%
OPCF-marginal	FCF-marginal	ROE	ROIC
5,0%	-1,9%	21,3%	14,8%

Peers

Vi anser att det finns tre börsnoterade peers som kan vara relevanta att jämföra med InfraCom. Vi har tidigare även haft med Qlosr, men bolaget har haft stora problem och har nyligen ingått avtal att sälja samtliga väsentliga dotterbolag och vi har därför valt att inte ha med bolaget som peer. InfraCom har i hög grad B2B-intäkter till skillnad från övriga tre, som också riktar sig direkt mot konsument. InfraCom har främst intäkter från IP-telefoni (Communications) och IT-tjänster (Managed Services), medan övriga främst har intäkter som internet service provider. Peer-gruppen är ganska svag, då det inte finns någon börsnoterad aktör som liknar InfraCom tillräckligt för att kunna dra några större slutsatser. Sett till peers handlas InfraCom till viss 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 47,0 MSEK från nedskrivningar av tilläggsköpeskillingar och teckning av SWAP-avtal

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	5 744	5 213	15,4	14,1	25,2	25,2	9,0%	15,8%	17,1%	11,5%
Bredband2	1 948	2 127	7,5	10,1	18,5	26,3	20,2%	13,7%	16,9%	6,3%
Elisa	7 212	8 510	10,7	12,3	18,7	21,5	3,4%	3,9%	35,2%	17,0%
Snitt	4 968	5 283	11,2	12,2	20,8	24,3	10,9%	11,2%	23,1%	11,6%
Median	5 744	5 213	10,7	12,3	18,7	25,2	9,0%	13,7%	17,1%	11,5%
InfraCom	637	806	7,6	10,1	6,7	17,6	34,3%	52,7%	12,8%	11,5%

Förklaring - Estimat

Vi gör vissa justeringar i våra estimat framåt. Vår bedömning är att lönsamheten kommer att stärkas under 2025E och 2026E, då kostnadsbesparingarna får genomslag. Vi räknar inte med att något förvärv sker under 2025, men har i vårt scenario räknat med ett förvärv för 2026E som adderar 50,0 MSEK i nettoomsättning och 6,0 MSEK i EBIT. Vår bedömning är att kostnadsbesparingarna kommer att ge effekt under 2025 och framåt och stärka lönsamheten.

Vi bedömer att det kommer att ta tid för InfraCom att närma sig lönsamhetsmålet om 15,0 procent +/- 2 procentenheter och att de nås under 2026E på helårsbasis. 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	828,8	839,2	912,0
% y-o-y	30,5%	105,2%	14,6%	1,3%	8,7%
Övriga intäkter	2,8	6,5	7,7	6,0	6,0
Totala intäkter	355,3	729,9	836,5	845,2	918,0
<i>P/S</i>	<i>1,8</i>	<i>0,9</i>	<i>0,8</i>	<i>0,8</i>	<i>0,7</i>
Direkta kostnader	-154,8	-356,0	-412,1	-413,5	-447,4
Bruttovinst	197,7	367,3	416,7	425,7	464,6
<i>Bruttomarginal</i>	<i>56,1%</i>	<i>50,8%</i>	<i>50,3%</i>	<i>50,7%</i>	<i>50,9%</i>
Rörelsekostnader	-118,7	-255,9	-319,2	-310,7	-359,1
% y-o-y	17,1%	115,6%	24,8%	-2,7%	15,6%
EBITDA	81,8	118,0	105,2	120,9	143,5
<i>EBITDA-marginal</i>	<i>23,2%</i>	<i>16,3%</i>	<i>12,7%</i>	<i>14,4%</i>	<i>15,7%</i>
<i>EV/EBITDA</i>	<i>10,0</i>	<i>6,9</i>	<i>7,7</i>	<i>6,7</i>	<i>5,7</i>
Avskrivningar	-13,7	-28,0	-30,8	-29,5	-32,0
EBIT	68,1	89,9	74,4	91,4	111,5
<i>EBIT-marginal</i>	<i>19,3%</i>	<i>12,4%</i>	<i>9,0%</i>	<i>10,9%</i>	<i>12,2%</i>
% y-o-y	17,8%	32,0%	-17,3%	22,9%	22,0%
<i>EV/EBIT</i>	<i>11,9</i>	<i>9,1</i>	<i>10,9</i>	<i>8,9</i>	<i>7,3</i>
Vinst	52,7	63,8	95,4**	61,5	77,5
<i>Vinstmarginal</i>	<i>15,0%</i>	<i>8,8%</i>	<i>11,5%</i>	<i>7,3%</i>	<i>8,5%</i>
% y-o-y	43,2%	21,0%	49,5%	-35,5%	26,0%
<i>P/E</i>	<i>12,1</i>	<i>10,0</i>	<i>6,7</i>	<i>10,4</i>	<i>8,2</i>
Vinst per aktie*	1,68	1,84	2,75	1,77	2,23

*Beräknat på 34,7 miljoner aktier

**Positiv påverkan om 47,0 MSEK från nedskrivning av tilläggsköpeskillingar och 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	77,5	1162,9	33,5
<i>Säkerhetsmarginal (30%)</i>	<i>15</i>	<i>54,3</i>	<i>814,0</i>	<i>23,4</i>

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	1,82	82,0%	30,5%	1,27	27,4%	11,4%

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	775,3	22,3	21,3%	542,7	15,6	-15,1%
11	852,8	24,6	33,5%	597,0	17,2	-6,6%
12	930,3	26,8	45,6%	651,2	18,8	1,9%
13	1 007,9	29,0	57,7%	705,5	20,3	10,4%
14	1 085,4	31,3	69,9%	759,8	21,9	18,9%
15	1 162,9	33,5	82,0%	814,0	23,4	27,4%
16	1 240,5	35,7	94,1%	868,3	25,0	35,9%
17	1 318,0	38,0	106,3%	922,6	26,6	44,4%
18	1 395,5	40,2	118,4%	976,9	28,1	52,9%

I vårt huvudscenario ser vi en uppsida om cirka 82,0 procent med en CAGR om 30,5 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. VD-intervju Q3'24: <https://youtu.be/HIk96xYuH4k?si=kNx4D6lyf5chGRcA>
2. <https://InfraCom.se/it-sakerhet-som-tjanst/>
3. https://www.linkedin.com/posts/InfraCom-ny-vecka-och-ny-leverans-av-elevdatorer-activity-7234832255452409857-ECwy?utm_source=share&utm_medium=member_desktop
4. https://www.linkedin.com/posts/InfraCom-skoldatorer-till-h%C3%B6glandsf%C3%B6rbundet-ugcPost-7232384878212747265-AoDI/?utm_source=share&utm_medium=member_desktop
5. <https://InfraCom.se/ransomware-attack-september-2024/>
6. https://www.linkedin.com/posts/InfraCom-InfraCom-blir-operat%C3%B6r-i-h%C3%A4ssleholms-fibern%C3%A4t-activity-7254833676633460736-Lt_c?utm_source=share&utm_medium=member_desktop
7. https://www.linkedin.com/posts/bo-kjellberg-34191617-InfraCom-InfraComontheroad-ricohnordicpartnersummit-activity-7242859025275506689-t6yO?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	Q3'24	Q4'24E	Q1'25E	Q2'25E	Q3'25E	Q4'25E
Nettoomsättning	199,3	202,7	204,8	222,0	205,0	207,0	210,0	217,2
<i>Tillväxt y-o-y</i>	<i>87,0%</i>	<i>-0,6%</i>	<i>5,9%</i>	<i>1,1%</i>	<i>2,9%</i>	<i>2,1%</i>	<i>2,6%</i>	<i>-2,2%</i>
Övriga rörelseintäkter	1,4	1,7	2,6	2,0	1,4	1,5	1,5	1,5
Rörelsens intäkter	200,8	204,4	207,3	224	206,4	208,5	211,5	218,7
Direkta kostnader	-91,7	-97,8	-109,9	-112,8	-96,4	-99,4	-109,2	-108,6
Bruttovinst	107,7	104,9	94,9	109,2	108,7	107,6	100,8	108,6
<i>Bruttomarginal</i>	<i>54,0%</i>	<i>51,8%</i>	<i>46,3%</i>	<i>49,2%</i>	<i>53%</i>	<i>52%</i>	<i>48%</i>	<i>50,00%</i>
Övriga externa kostnader	-12,7	-12,6	-10,3	-12,9	-12,8	-12,5	-10,5	-11,2
Personalkostnader	-64,7	-72,6	-58,4	-75,1	-71,1	-70,1	-54,3	-68,2
Avskrivningar	-7,7	-6,8	-8,3	-8,0	-8,0	-7,5	-7,0	-7,0
Totala kostnader	-176,6	-189,8	-186,9	-208,8	-188,3	-189,5	-181,0	-195,0
EBIT	24,1	14,6	20,4	15,2	18,2	19,0	30,5	23,7
<i>EBIT-marginal</i>	<i>12,0%</i>	<i>7,2%</i>	<i>10,0%</i>	<i>6,9%</i>	<i>8,9%</i>	<i>9,2%</i>	<i>14,5%</i>	<i>10,9%</i>
EBITDA	31,8	21,4	28,7	23,2	26,2	26,5	37,5	30,7
<i>EBITDA-marginal</i>	<i>15,9%</i>	<i>10,6%</i>	<i>14,0%</i>	<i>10,5%</i>	<i>12,8%</i>	<i>12,8%</i>	<i>17,9%</i>	<i>14,1%</i>
Finansiella intäkter	18,2	29,6	6,6	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Finansiella kostnader	-2,8	-3,9	-5,3	-3,8	-3,8	-3,7	-3,7	-3,6
EBT	39,6	40,2	21,8	11,6	14,6	15,5	27,0	20,3
Skatt	-5,7	-6,1	-3,6	-2,4	-3,0	-3,2	-5,5	-4,2
Periodens resultat	33,9	34,1	18,1	9,2	11,6	12,4	21,5	16,1
<i>Vinstmarginal</i>	<i>17,0%</i>	<i>16,7%</i>	<i>8,7%</i>	<i>4,1%</i>	<i>5,6%</i>	<i>6,0%</i>	<i>10,2%</i>	<i>7,4%</i>