



2023-02-27

I det fjärde kvartalet uppgick nettoomsättningen till 219,5 MSEK (108,8), en ökning med cirka 101,9 % y-o-y, vilket främst var hänförligt till förvärvet av Connect. EBIT-marginalen uppgick till 7,4 % (16,7), där även minskningen var hänförlig till bland annat förvärvet av Connect och periodiseringseffekter. EBIT uppgick till 16,4 MSEK (18,1).

### Stark förvärvsdriven tillväxt

Den starka tillväxten i kvartalet var hänförlig till förvärvet av Connect, då förvärvet fördubblat Infracoms affärsverksamhet. Efter kvartalets utgång så tillträdde Infracom ytterligare ett förvärv, Comcenter, som länge varit en partner till Infracom. Comcenter redovisade en omsättning om 54,3 MSEK (varav 11,0 MSEK kommer elimineras i koncern-resultaträkning) och EBIT om 7,2 MSEK under det brutna räkenskapsåret 2021/22. I VD-ordet uppgav Kjellberg att Infracom kommer att fortsätta att förvärva och bygga lokala strukturer under 2024.

### Lönsamhet

EBIT-marginalen var väsentligt lägre i kvartalet i jämförelse med samma kvartal föregående år och även med tidigare kvartal under 2023. EBIT-marginalen påverkades negativt av förvärvet av Connect, men också av bland annat periodiseringseffekter och kostnader kopplade till pågående strukturförändringar inom koncernen. Periodiseringseffekten medför att Infracoms marginal kommer att påverkas negativt även under 2024, innan marginalen förhoppningsvis kan stärkas och normaliseras.

### Outlook

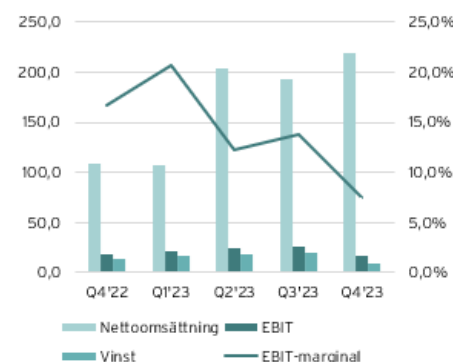
Vi väljer att göra flera justeringar i våra estimat framåt, då periodiseringseffekterna kommer att påverka lönsamheten framgent. Vi bibehåller vår positiva framtidstro för Infracom och bedömer att det finns en god potentiell uppsida med optioner om högre organisk tillväxt, förbättrade marginaler, fler förvärv och högre värdering än vad vi räknat med. Detta i kombination med en stabil verksamhet, goda kassaflöden och utdelning gör att vi fortsatt anser att Infracom är en attraktiv investering för den långsiktiga investeraren.

(MSEK)	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
<b>Nettoomsättning</b>	<b>352,4</b>	<b>723,3</b>	<b>919,0</b>	<b>975,1</b>	<b>1 025,0</b>
Tillväxt y-o-y	30,5%	105,2%	27,1%	6,1%	5,1%
P/S	3,0	1,5	1,1	1,1	1,0
<b>Summa kostnader</b>	<b>287,2</b>	<b>639,9</b>	<b>830,3</b>	<b>858,4</b>	<b>890,4</b>
Tillväxt y-o-y	33,5%	122,8%	29,8%	3,4%	3,7%
<b>EBIT</b>	<b>68,1</b>	<b>89,9</b>	<b>95,2</b>	<b>122,7</b>	<b>140,6</b>
EBIT-marginal	19,3%	12,4%	10,4%	12,6%	13,7%
Tillväxt y-o-y	17,8%	32,0%	5,9%	28,9%	14,6%
EV/EBIT	16,7	12,7	12,0	9,3	8,1
<b>Vinst</b>	<b>52,7</b>	<b>63,8</b>	<b>70,0</b>	<b>91,9</b>	<b>106,1</b>
Vinstmarginal	15,0%	8,8%	7,6%	9,4%	10,4%
Tillväxt y-o-y	43,2%	21,0%	9,7%	31,3%	15,5%
P/E	20,0	16,5	15,0	11,5	9,9

### Fakta

VD	Bo Kjellberg
Lista	Spotlight
Ticker	INFRA
Aktiekurs (SEK)	32,30
Antal aktier (Miljoner)	34,0
Börsvärde (MSEK)	1096,9
Nettoskuld (MSEK)	70,8
Enterprise value (MSEK)	1140,7
Insiderägande	64,1%
Nästa rapport	2024-05-08

### Kvartalsutveckling



### Analytiker

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

### Kursutveckling 12 månader



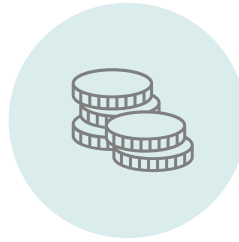
Kursutveckling %	1 m	3 m	12m
Infracom	-16,8	-4,0	10,6

## 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.

"Vi har nu alltså både lång erfarenhet och de rätta verktygen för kommande integration och tillväxt! Vi kommer att fortsätta förvärva, samt sammanlänka och bygga lokala strukturer under 2024."

- 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

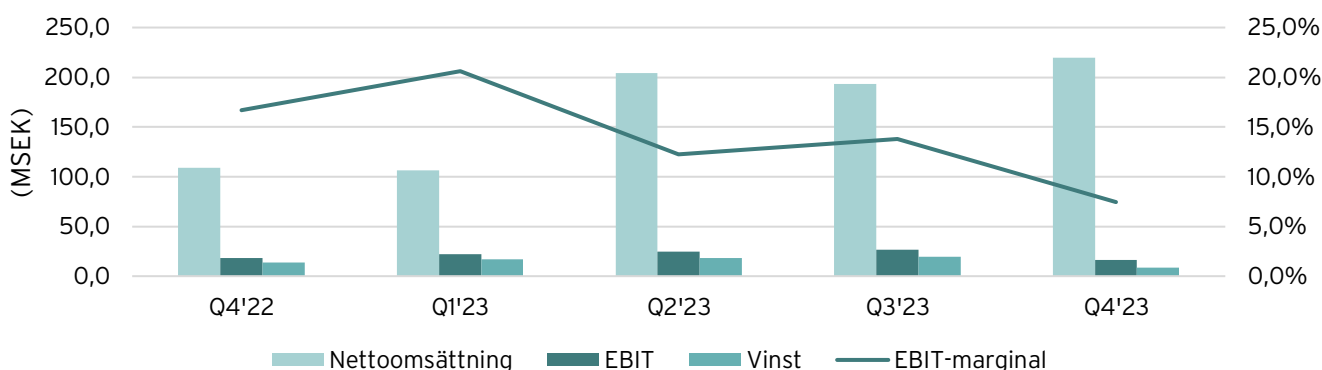
Nettoomsättningen uppgick till 219,5 MSEK (108,8), vilket motsvarade en ökning med 101,9 procent y-o-y. Den stora ökningen i nettoomsättning var främst hänförlig till förvärvet av Connect. Infracom rapporterar inte organisk tillväxt, men vi utgår fortsatt från att den var låg i kvartalet. Övriga rörelseintäkter uppgick till 2,5 MSEK (0,9), vilket medförde att totala intäkter uppgick till 219,2 MSEK (109,6). Nettoomsättning och totala intäkter var, 0,7 respektive 1,3 procent högre än vad vi estimerat.

EBIT uppgick till 16,4 MSEK (18,1) i kvartalet, vilket motsvarade en EBIT-marginal om 7,4 procent (16,7). EBIT-marginalen var betydligt lägre än jämförelsekvartalet föregående år och övriga kvartal under 2023. Den lägre EBIT-marginalen jämfört med Q4'22 förklaras delvis av förvärvet av Connect, som hade en lägre marginal än Infracom vid förvärvet. Den här effekten var tidigare känd och kommunicerad, och enligt Infracom är bolagens gemensamma normaliserade EBIT-marginal 12,5 procent.

Utöver detta påverkades EBIT-marginalen negativt med cirka 2,7 procent i kvartalet av en periodiseringseffekt vid övergång till försäljning av egenproducerade tjänster. Tidigare har provisionsintäkter från tredjepartslösningar resultatförts vid tidpunkten för avtalsteckning av externa abonnemangstjänster mot kund. Omställningen till försäljning av Infracoms egenutvecklade telefoni- och IT-tjänster innebar att intäkterna för tecknade kundavtal i stället uppstår under den löpande abonnemangsperioden (24-36 månader). Detta innebar att vid årsslutet eliminerades försäljning om cirka 6,5 MSEK varav cirka 3,3 MSEK var hänförligt till tidigare kvartal. Detta motsvarade ett ordervärde om totalt cirka 13,0 MSEK, och kan ses som en betalning för framtida intäkter<sup>8</sup>. Försäljningen av egenutvecklade telefoni- och IT-tjänster är för närvarande cirka 1,0 MSEK per månad och beräknas öka framgent. Enligt Kjellberg kommer periodiseringseffekterna påverka EBIT-marginalen negativt med uppskattningsvis cirka 1,5 procent om försäljningen fortsätter som i kvartalet, och således inte ha lika stor effekt framgent som under fjärde kvartalet<sup>8</sup>. Detta är dock en uppskattning och kan komma att revideras beroende på hur försäljningen utvecklar sig.

I kvartalet påverkades EBIT-marginalen också negativt av kostnader relaterat till strukturella förändringar inom koncernen. Bolaget uppgav att det under en övergångstid behöver bära något högre kostnader för att säkerställa uppbyggnaden av produktions- och försäljningsstrukturen i bolaget. Dessa integrationskostnader sägs enligt bolaget nödvändiga för att nå framtida synergieffekter. Vidare härrörde en mindre del av marginalminskningen från en pågående rättstvist om otillbörlig överföring av kunder (och anställda) som pågick under befintlig anställning.

Finansiell utveckling, kvartalsvis



Periodiseringseffekterna, kostnaderna relaterat till de strukturella förändringarna i koncernen samt kostnaderna kring rättstvisten hade vi inte tagit hänsyn till i våra estimat. EBIT och EBIT-marginalen kom således in avsevärt lägre än vad vi estimerat.

Resultat efter skatt per aktie (efter utspädning) uppgick till 0,26 SEK (0,42), vilket innebar en minskning med cirka 38,1 procent y-o-y. Kassaflödet från den löpande verksamheten före förändringar av rörelsekapital uppgick till cirka 18,3 MSEK (22,7) och efter förändringar av rörelsekapital till cirka 24,8 MSEK (15,3). Det justerade fria kassaflödet (beräknat som kassaflödet från den löpande verksamheten före förändringar av rörelsekapital - CAPEX - leasingkostnader) uppgick för kvartalet till 10,7 MSEK.

Sammantaget kom nettoomsättningen och totala intäkter in något högre än vad vi estimerat. Avseende lönsamheten så avvek den kraftigt från våra estimat på grund av den negativa påverkan från periodiseringseffekterna, kostnaderna relaterat till de strukturella förändringarna i koncernen samt kostnaderna kring rättstvisten.

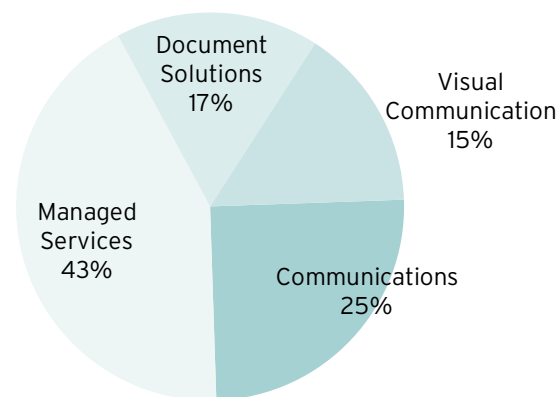
Utfall vs estimat Q4'23			
	Utfall	Estimat	Differens
Nettoomsättning	219,5	218,0	+0,7%
<i>EBIT-marginal</i>	<i>7,4%</i>	<i>13,8%</i>	<i>-6,4 pp</i>
EBIT	16,4	30,2	-45,7%
Vinst	8,9	22,4	-60,3%
<i>Vinstmarginal</i>	<i>10,3%</i>	<i>4,1%</i>	<i>-6,2 pp</i>

## 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 67,7 procent av nettoomsättningen och de två nya affärsområdena Document solutions och Visual Communications utgjorde cirka 32,3 procent i kvartalet. Detta är en stor förändring mot föregående kvartal då fördelningen var 81,3 procent respektive 18,7 procent.

Fördelning av nettoomsättning Q4'23



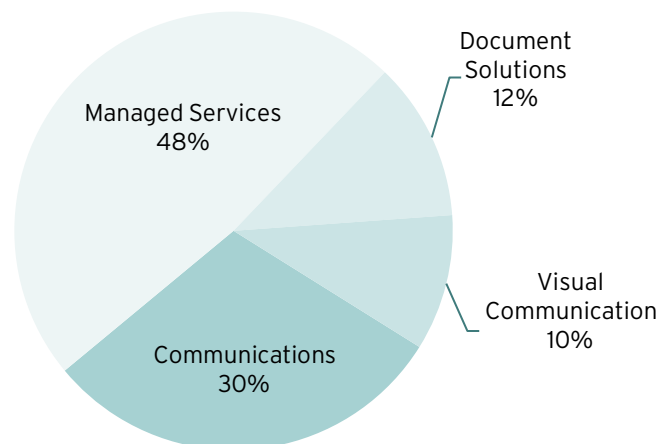
VD Kjellberg har tidigare uppgett att affärsområdena Document Solutions och Visual Communication är viktiga nycklar för att komma in hos kunder, men också viktiga tjänster för merförsäljning hos befintliga kunder framåt. Vidare undersöker Infracom möjligheten att utveckla nya affärsområden, men bolaget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

(MSEK)

Communications	Nettoomsättning	55,0
	EBIT-marginal	10,5%
	EBIT	14,6
Managed Services	Nettoomsättning	93,6
	EBIT-marginal	9,8%
	EBIT	9,2
Document Solutions	Nettoomsättning	37,3
	EBIT-marginal	6,0%
	EBIT	2,2
Visual Communication	Nettoomsättning	33,7
	EBIT-marginal	5,7%
	EBIT	1,9
Totalt	Nettoomsättning	219,5
	EBIT-marginal	7,4%
	EBIT	16,4

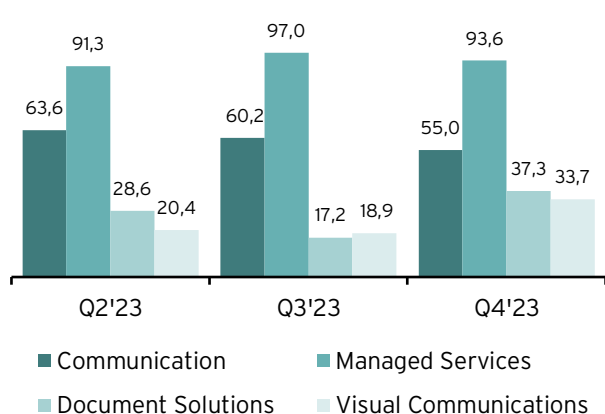
(Koncerngemensamma kostnader påverkar EBIT för totalen med totalt -2,8 MSEK)

Fördelning av EBIT, Q4'23

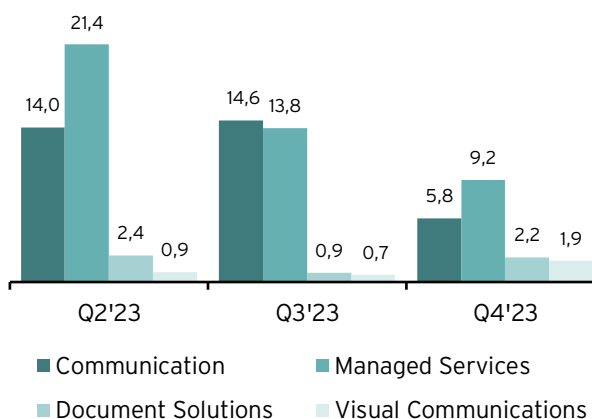


Infracoms kärnverksamhet var mer lönsam än förvärvade Connect, vilket enligt Kjellberg förklarades av att Infracom har mer egenutvecklad mjukvara i sina tjänster. De två nya affärsområdena är hårdvarubaserade, vilket innebär en lägre marginal och lönsamhet i jämförelse med ren mjukvara, vilket ses i diagrammen nedan. Planen är att addera tjänster till dessa affärsområden och integrera dem i helhetserbudanden. Enligt Kjellberg är båda affärsområdena viktiga komponenter i ett helhetserbudande. I jämförelsen mellan kvartalen ses också en rejält minskad lönsamhet i segmenten Communication och Managed Services nu under kvartalet.

Segmentsfördelning, nettoomsättning



Segmentsfördelning, EBIT



## Händelser under kvartalet

### Microsoft genomför indexering av priser

Microsoft har tidigare kommunicerat att bolaget skulle utföra en indexering av Microsoft Cloud-priserna på grund av valutaförändringar. Prishöjningen i Sverige för Microsoft-licenser och Cloud uppgår till 10,0 procent, vilket träder i kraft från och med 1:e februari<sup>4</sup>.

Detta innebär att Infracom kommer att höja priserna med motsvarande nivå för deras kunder med rörliga licenspriser (gäller även för Microsoft 365). Infracom meddelade att avtal med längre bindningstid kommer att behålla nuvarande priser fram tills det att avtalet förnyas. Vidare erbjuder Infracom också sina kunder att binda sina avtal till nuvarande priser innan prisändringen träder i kraft<sup>5</sup>. Således kan detta påverka lönsamheten negativt på de avtal med längre bindningstid, då prishöjningen inte kan läggas på kund.

### Kostnadsoptimeringar

Kjellberg kommunicerade tidigt under 2023 att Infracom löpande försöker identifiera förbättringsåtgärder för att optimera sin befintliga kostnadsmassa. Under Q1'23 stängdes till exempel ett flertal mindre lokala datahallar ner, vilket medförde kostnadsreduceringar och bidrog till en förbättrad marginal. I januari 2024 stängdes ytterligare en datahall ner, "IC-FORT" som togs i drift 2002, till förmån för Infracom centrala datacenter.

### TELIA kopplar ner ISDN

Under 2014 stängde Telia ner sin ISDN, vilket gjorde att dåvarande Weblink (nuvarande Infracom Communications) tog fram en egen lösning med en gateway som möjliggjorde för bolag att leva kvar i sin kundplacerade växel. Den egenutvecklade lösningen blev väldigt lyckosam för Infracom och under 2015-2016 hade Weblink cirka 10 000 gateways ute hos olika företag.

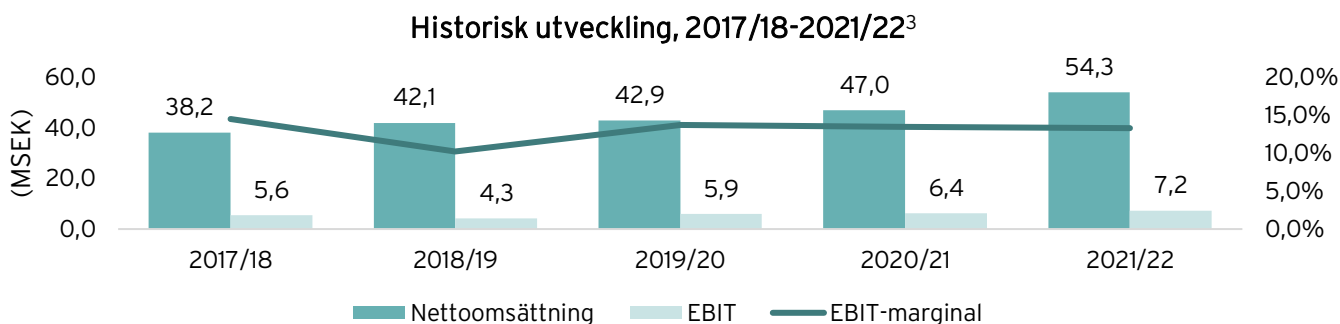
Telia har nu gått ut till sina kunder med ett stängningsdatum för ISDN PRI, vilket drabbar ett antal företag i Sverige. Det är inte lika många kunder som drabbas som under 2014, men detta öppnar ändå för en intressant möjlighet att sälja in Infracoms lösning "Infracom ISDN Gateway" för att ersätta Telias ISDN Multi. Enligt bolaget innebär Infracoms lösning lägre kostnader samt att bolaget kan stanna kvar i nuvarande telefoniväxelmiljö och behålla befintlig utrustning.

## Tillträde av Comcenter

Under september genomförde Infracom ett förvärv av Comcenter för en maximal köpeskilling om 55,0 MSEK, varav 10,0 MSEK avser en villkorad tilläggsköpeskilling. Förvärvet tillträdades efter det fjärde kvartalets utgång den 8:e januari 2024 och i samband med tillträdet genomfördes en kvittningsemission. Antalet nyemitterade aktier uppgick till 449 379 och emissionskursen fastställdes till 33,38 SEK, vilket innebar ett värde om 15,0 MSEK. De nyemitterade aktierna kommer att ha en lock-up på 36 månader, där avyttring av högst en tredjedel av respektive säljares totala innehav tillåts var tolfte månad. Det totala antalet aktier uppgick efter registreringen till 34 409 370 och den totala utspädningen uppgick till 1,3 procent. Resterande 30,0 MSEK av den initiala köpeskillingen gjordes via kontant betalning.

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

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.



Infracom uppgav att förvärvsmultiplerna uppgick till cirka EV/EBITDA 5,0 för budgeterat resultat 2024, vilket skulle innebära en EBITDA om cirka 11,0 MSEK baserat på den maximala 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 multiplerna för Infracoms tidigare förvärv och kan sättas i relation till att Infracoms värdering vid förvärvstillfället som var EV/S 1,9, EV/EBITDA 9,8, EV/EBIT 12,4 på R12.

## Framtida förvärv

Tidigare har Kjellberg uppgett 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. Kjellberg uppgav i Q3'23-rapporten att Infracom står bättre rustade för förvärv 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 om Infracom ökar volymen i de befintliga affärsområdena, så kan lönsamheten också förbättras. 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 förhandlingarna.

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



## Finansiell ställning

Infracom har en solid balansräkning med totala tillgångar om cirka 749,2 MSEK, varav cirka 22,2 MSEK i varulager, cirka 142,1 MSEK i kortsiktiga fordringar och 60,6 MSEK i kassa. Detta finansieras med cirka 353,4 MSEK i eget kapital och cirka 131,4 MSEK i bankfinansiering, samt resterande i icke-räntebärande finansiering. De kort- och långfristiga leasingsskulderna uppgår till cirka 29,9 MSEK.

Bankfinansieringen om 131,4 MSEK utgörs av en revolverande kreditfacilitet med en låneram om 175,0 MSEK som löper över tre år. Infracom har således 43,6 MSEK inom ramen för denna. Kreditfaciliteten regleras av covenant: Rätetäckningsgrad minst 5x, Nettoskuld/EBITDA max 2,5 samt en soliditet om minst 30%.

Nettoskuld/EBITDA		Räntetäckningsgrad		Soliditet	
Q4'23	Covenant	Q4'23	Covenant	Q4'23	Covenant
0,6	2,5	11,1x	5,0x	47,0%	minst 30%

Infracom har ett finansiellt mål att Nettoskuld/EBITDA ska vara under 2,5x. I nuläget ligger Infracom långt under med en Nettoskuld/EBITDA om 0,6 vid kvartalets slut (exklusive tilläggsköpeskillingar och leasing). Sammanfattningsvis bedömer vi att Infracoms finansiella ställning är god utifrån balansräkningen i kombination med bolagets stabila kassaflöde.

Nettoskuld/EBITDA	Kassa	Räntebärande lån
0,6	60,6 MSEK	131,4 MSEK
Nettoskuld	Nettoskuld inkl. earnouts	Nettoskuld inkl. earnouts och leasing
70,8 MSEK	120,7 MSEK	150,6 MSEK

## Tilläggsköpeskillingar

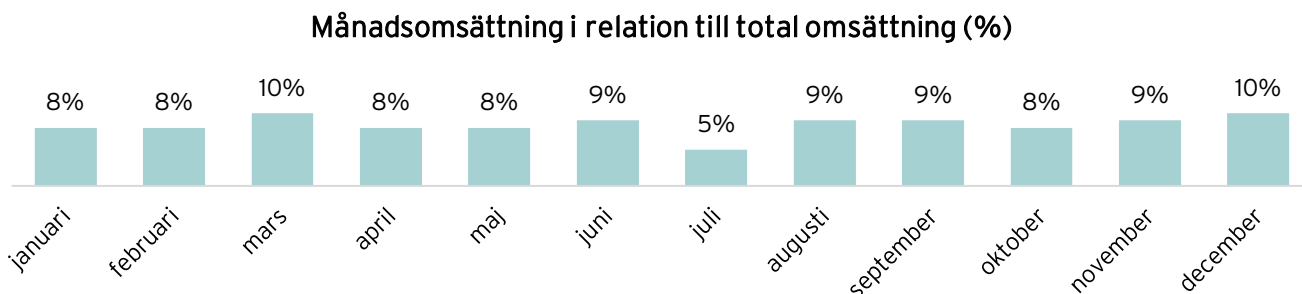
I samband med flera av Infracoms förvärv finns det möjlighet för utbetalning av tilläggsköpeskillingar beroende på om bolagen uppfyller uppsatta mål. Nedan följer en summering av kvarstående tilläggsköpeskillingar. I Connects fall kan den slutliga köpeskillingen komma att bli högre om bolaget överträffar uppsatta mål, då det inte finns en övre beloppsbegränsning på tilläggsköpeskillingen. Överträffas målen är säljarna berättigade till 50 % av överstigande EBITDA-resultat efter avdrag för schabloniserad bolagsskatt. I kvartalet utbetalades en tilläggsköpeskillning om 2,4 MSEK för förvärvet av Advoco. Efter en uppdaterad prognos för Connect har tilläggsköpeskillingen 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
<b>Totalt</b>	<b>49,9 MSEK</b>	

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

## Säsongeffekter

Infracom har tidigare inte haft några säsongeffekter för nettoomsättningen, men i och med förvärven som gjorts kommer vissa säsongeffekter att förekomma. Detta eftersom Connect, och även andra förvärv, har en konsultdel och även försäljning av hårdvara. Därför kan säsongeffekter synas i framför allt det tredje kvartalet, då semesterperioden infinner sig och ingen försäljning eller konsultverksamhet bedrivs. Infracom redovisade ett diagram i Q3'23, vilket visualiserar hur den totala omsättningen fördelas månadsvis.



## Nuläge och outlook

I början av 2023 förvärvades 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. I september 2024 förvärvades Comcenter 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. I och med förvärvet av Connect adderade Infracom ytterligare två affärsområden: Document Solutions och Visual Communication. För att använda ett mode-ord ska Infracom bli en one-stop-shop för bolag inom IT-lösningar och telefoni, där de kan erbjuda heltäckande lösningar som lätt kan anpassas efter kundens behov. En annan aspekt som Infracom aktivt arbetar med är att göra verksamheten ännu mer kundcentrerad. Fokus skiftar därmed något från en teknikorienterad inriktning till att lägga större vikt vid det kundnära arbetet. Detta möjliggörs i och med förvärvet av Connect, som har en stark försäljningsorganisation samt kontor i 13 städer runt om i Sverige.

I och med förvärven av Connect och Datatal uppgav Infracom att de kommer utvärdera sina finansiella mål under 2023, men inga nya finansiella mål har ännu presenterats. Målen ska utvärderas då 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 samt hitta synergieffekter, vilket är något Kjellberg också uppgav som ett mål. Infracom ska framgent fokusera på att paketera sina produkter samt på

försäljningsarbete. I och med detta ska Infracom nu försöka att börja växa organiskt och lyckade affärer har redan skett. Kjellberg uppgav att försäljningsarbetet resulterat i att Infracoms molnväxellösning Infinity fram till årsskiftet erhållit 2400 telefonanknytningar, fördelat på 90 nya företagskunder.

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

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

Vår bedömning är att Infracom har en spännande tid framför sig. Lyckas bolaget få fart på den organiska tillväxten, i kombination med fortsatta förvärv, kan tillväxten framåt överraska på uppsidan. Det är dock viktigt att ha med sig att 2024 kommer ha en svagare marginal på grund av det som beskrevs ovan.

## Värdering

Key stats			
Antal aktier	33 960 411	Nettoskuld* (MSEK)	70,8
Aktiekurs (SEK)	32,30	Enterprise value (MSEK)	1167,7
Börsvärde (MSEK)	1096,9	<i>Nettoskuld inkl earnouts (MSEK)</i>	<i>120,7</i>
		<i>Enterprise value** (MSEK)</i>	<i>1217,6</i>

\*tilläggsköpeskillingar (49,9 MSEK) och leasingskulder (29,9 MSEK) inte inräknat.

\*\*inklusive tilläggsköpeskillingar

Rullande 12 månader			
Nettoomsättning	723,3 MSEK	P/S	1,5
EBITDA	118,0 MSEK	EV/EBITDA	9,9
EBIT	89,9 MSEK	EV/EBIT	13,0
Vinst	63,8 MSEK	P/E	17,2
Adj. FCF	67,5 MSEK	EV/Adj. FCF	17,3

Historiskt snitt				
	P/S	EV/EBIT	P/E	P/FCF
Snitt 3 år	2,6	15,4	20,4	50,6
Snitt 5 år	2,3	15,9	22,9	104,1

Nyckeltal (R12)			
Bruttomarginal	EBITDA-marginal	EBIT-marginal	Vinstmarginal
51,7%	16,3%	12,4%	8,8%
OPCF-marginal	FCF-marginal	ROE	ROIC
14,1%	1,6%	18,1%	13,1%

## Peers

Vi anser att det finns fyra börsnoterade peers som kan vara relevanta att jämföra med Infracom. Infracom har i hög grad B2B-intäkter till skillnad från övriga fyra, som också riktar sig direkt mot konsument. Infracom har främst intäkter från IP-telefoni (Communications) och IT-tjänster (Managed Services), medan övriga främst har intäkter som internet service provider. Peer-gruppen är ganska svag, då det inte finns någon börsnoterad aktör som liknar Infracom tillräckligt för att kunna dra några större slutsatser. Sett till peers handlas Infracom till viss rabatt både sett till EV/EBITDA och P/E. Infracom handlas också lägre än snittet de senaste fem åren avseende EV/EBITDA och P/E.

Översikt - Peers										
			Värdering				Tillväxt		Lönsamhet	
			EV/EBITDA		P/E		Omsättning	Vinst	EBITDA%	Vinst%
Bolag	BV	EV	R12	snitt 5 år	R12	snitt 5 år	snitt 5 år	snitt 5 år	R12	R12
Bahnhof	4491	3840	11,7	13,8	20,9	25,5	10,5%	16,9%	17,5%	11,5%
Bredband2	1794	1913	7,3	10,9	21,0	27,7	21,4%	14,3%	16,6%	5,4%
Elisa	7172	8476	11,2	13,2	18,3	23,3	3,5%	3,4%	34,7%	17,2%
Qlosr	88	116	9,7	-	-1,1	-	-	-	2,1%	-13,8%
<b>Snitt</b>	<b>3 386</b>	<b>3 586</b>	<b>10,1</b>	<b>12,6</b>	<b>20,1</b>	<b>25,5</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,6%</b>	<b>22,9%</b>	<b>11,4%</b>
<b>Median</b>	<b>3 142</b>	<b>2 876</b>	<b>11,2</b>	<b>13,2</b>	<b>19,6</b>	<b>25,5</b>	<b>10,5%</b>	<b>14,3%</b>	<b>17,1%</b>	<b>11,5%</b>
Infracom	1 097	1 168	9,9	10,3	17,2	22,9	40,7%	36,8%	16,3%	8,8%

## Förklaring - Estimat

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

## Estimat

(MSEK)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>Nettoomsättning</b>	<b>352,4</b>	<b>723,3</b>	<b>919,0</b>	<b>975,1</b>	<b>1 025,0</b>
% y-o-y	30,5%	105,2%	27,1%	6,1%	5,1%
Övriga intäkter	2,8	6,5	6,5	6,0	6,0
<b>Summa intäkter</b>	<b>355,3</b>	<b>729,9</b>	<b>925,5</b>	<b>981,1</b>	<b>1 031,0</b>
P/S	3,0	1,5	1,1	1,1	1,0
<b>Summa kostnader</b>	<b>287,2</b>	<b>639,9</b>	<b>830,3</b>	<b>858,4</b>	<b>890,4</b>
% y-o-y	33,5%	122,8%	29,8%	3,4%	3,7%
<b>EBIT</b>	<b>68,1</b>	<b>89,9</b>	<b>95,2</b>	<b>122,7</b>	<b>140,6</b>
EBIT-marginal	19,3%	12,4%	10,4%	12,6%	13,7%
% y-o-y	17,8%	32,0%	5,9%	28,9%	14,6%
EV/EBIT	16,7	12,7	12,0	9,3	8,1
<b>Vinst</b>	<b>52,7</b>	<b>63,8</b>	<b>70,0</b>	<b>91,9</b>	<b>106,1</b>
Vinstmarginal	15,0%	8,8%	7,6%	9,4%	10,4%
% y-o-y	43,2%	21,0%	9,7%	31,3%	15,5%
P/E	20,0	16,5	15,0	11,5	9,9
Vinst per aktie	1,68	1,88	2,06	2,66	3,07

\*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 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)
<b>2026E</b>	15	106,1	1591,5	46,1
<i>Säkerhetsmarginal (30%)</i>	15	74,3	1114,1	32,2

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
<b>2026E</b>	1,51	51,2%	14,8%	1,06	5,8%	1,9%

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

Känslighetsanalys						
Vinstx	Huvudscenario 2026E			Säkerhetsmarginal (30%)		
	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %
11	1 167,1	33,8	10,9%	817,0	23,6	-22,4%
12	1 273,2	36,9	20,9%	891,2	25,8	-15,3%
13	1 379,3	39,9	31,0%	965,5	27,9	-8,3%
14	1 485,4	43,0	41,1%	1 039,8	30,1	-1,2%
<b>15</b>	<b>1 591,5</b>	<b>46,1</b>	<b>51,2%</b>	<b>1 114,1</b>	<b>32,2</b>	<b>5,8%</b>
16	1 697,6	49,1	61,3%	1 188,3	34,4	12,9%
17	1 803,7	52,2	71,3%	1 262,6	36,5	19,9%
18	1 909,8	55,3	81,4%	1 336,9	38,7	27,0%

I vårt huvudscenario ser vi en uppsida om cirka 51,2 procent med en CAGR om 14,8 procent för 2026E. Applicerar vi en säkerhetsmarginal om 30 procent får vi en uppsida om 5,8 procent med en CAGR om 1,9 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-](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. <https://news.microsoft.com/2023/12/05/consistent-global-pricing-for-the-microsoft-cloud-2/>
5. [https://www.linkedin.com/posts/infracom\\_microsoft-indexerar-sina-priser-vi-vill-activity-7150073338990698496-6wHh?utm\\_source=share&utm\\_medium=member\\_desktop](https://www.linkedin.com/posts/infracom_microsoft-indexerar-sina-priser-vi-vill-activity-7150073338990698496-6wHh?utm_source=share&utm_medium=member_desktop)
6. [https://www.linkedin.com/posts/bo-kjellberg-34191617\\_infracom-datacenter-memorylane-activity-7151119988894883840-rESD?utm\\_source=share&utm\\_medium=member\\_desktop](https://www.linkedin.com/posts/bo-kjellberg-34191617_infracom-datacenter-memorylane-activity-7151119988894883840-rESD?utm_source=share&utm_medium=member_desktop)
7. [https://www.linkedin.com/posts/infracom\\_m%C3%A5nga-drabbas-n%C3%A4r-telia-st%C3%A4nker-isdn-activity-7154046251720716288---Q7?utm\\_source=share&utm\\_medium=member\\_desktop](https://www.linkedin.com/posts/infracom_m%C3%A5nga-drabbas-n%C3%A4r-telia-st%C3%A4nker-isdn-activity-7154046251720716288---Q7?utm_source=share&utm_medium=member_desktop)
8. VD-intervju Q4'23: <https://www.youtube.com/watch?v=HbQcgT62xX8>

## 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