

## Uppdatering: Kv3 2022

### INCOAX NETWORKS AB

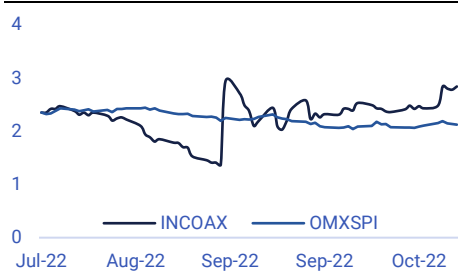
VD: Jörgen Ekengren  
 SO: Peter Agardh  
 www.incoax.com

Bloomberg: INCOAX.SS  
 Reuters Eikon: INCOAX.ST

Lista: Nasdaq First North

Aktie, senast: 2,84 kronor  
 Marknadsvärde: 117 MSEK

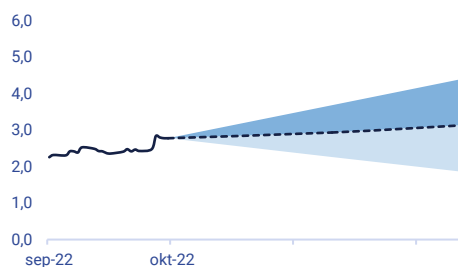
### AKTIEKURSUTVECKLING



	12M	YTD	6M	1M
Utveckling (%)	-51,0	-60,5	-43,9	21,9

Källa: Refinitiv Eikon

### VÄRDERINGSINTERVALL



	BEAR	BAS	BULL
Pris per aktie (kr)	1,87	3,13	4,39
Upp-/nedsida (%)	-34,3	10,3	54,6

Källa: Carlsquare

### CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Bertil Nilsson  
 Senior Equity Analyst

Fredrik Nilsson  
 Associate Equity Analyst

Lars Johansen  
 Senior Advisor

## Stororder från Google Fiber bör ge starkt 2023

InCoax nådde en nettoomsättning på 1,5 miljoner kronor i kv3 2022, ca 72 procent lägre än vår prognos. Storordern från Google Fiber värd cirka 34,7 miljoner kronor förklarar betydelsen av det svaga kv3 2022-utfallet. Vår riktkurs för InCoax-aktien stiger från 2,43 kronor till 3,13 kronor per aktie i Bas-scenariot.

### Låga intäkter i kv3 2022, men stororder gör detta mindre viktigt

InCoax nettoomsättning i kv3 2022 på 1,5 miljoner kronor blev cirka 72 procent lägre än vår prognos. Storordern från Google Fiber värd cirka 34,7 miljoner kronor som ska levereras under de närmaste fem kvartalen gör det svaga kv3 2022-resultatet mindre viktigt för bedömning av aktiens motiverade värde.

Bruttomarginalen blev 57 procent även i kv3 2022, de låga intäkterna till trots. Vi justerar dock inte upp prognoserna om bruttomarginalen ytterligare, utan antar liksom tidigare 60 procent normaliserad bruttomarginal från och med kv1 2023 som sedan gradvis stiger till 65 procent kv2 2024 för att därefter plana ut.

Företrädesemissionen i kv4 2022 ger bolaget ett likviditetstillskott på mellan 50 och 65 miljoner kronor vid full teckning före emissionskostnader och eventuell utnyttjande av övertilldelningsoption. Det bedöms täcka koncernens kapitalbehov i ett år framöver med hänsyn till att ett kortfristigt lån på 10 miljoner kronor också ska amorteras.

### Fler nya kunder förutsättning för prognos om dubblade intäkter

InCoax genomför tester med sin D2501-lösning mot flera operatörer samt med Google Fiber. Bolagets ledning förväntar sig minst en ny kund under kv4 2022 till följd av detta. Nu ser ett nytt marknadssegment ut att öppna sig i form av konvertering av fiber/bredband mot villaområden och hyreshus (Affordable Housing). Det sistnämnda segmentet backas upp av Bidens stimulanspaket från 2021 som innehåller en speciell del riktad mot utbyggnad av bredbandskapaciteten i USA. Därtill kan läggas att InCoax under kv4 2022 lanserar två nya adapter-produkter riktade mot segmentet för hemma-nätverk.

### Höjt motiverat värde

Vi reviderar upp våra intäktsprognoser med cirka sex procent för 2023 och med cirka 11 procent för 2024 mot bakgrund av storordern från Google Fiber samt ökade tillväxtmöjligheter mot främst operatörer i Nordamerika. Resultateffekten av varje extra intäktskrona bedöms bli mellan 40 och 45 procent. Förutom den beslutade företrädesemissionen om 50 miljoner kronor i kv4 2022, räknar vi med ytterligare kapitaltillskott om 20 miljoner kronor i kv4 2023.

Som en följd av våra höjda prognoser ökar vårt motiverade värde i basscenariot från 2,43 kronor till 3,13 kronor per aktie. Detta värde varierar baserat på en kassaflödesvärdering med olika antaganden från 1,87 kronor per aktie i ett Bear-scenario (tidigare 1,28 kronor) till 4,39 kronor i ett Bull-scenario (tidigare 3,58 kronor per aktie).

### Finansiella nyckeltal (MSEK)

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Totala intäkter	3,3	12,9	38,4	41,3	57,7	84,2
Nettoomsättning	2,8	3,8	20,9	16,9	43,4	74,6
EBITDA	-64,6	-56,4	-23,5	-24,2	-12,8	7,1
EBIT	-65,1	-57,4	-24,3	-25,0	-15,3	3,2
Resultat efter finansnetto	-65,8	-57,8	-24,5	-25,2	-15,6	2,9
Årets resultat	-65,8	-57,8	-24,5	-25,2	-15,6	1,7
EBITDA-marginal, %	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	10%
EBIT-marginal, %	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	4%
Nettovinstmarginal, %	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	2%
Vinst kronor per aktie (kr)	-5,29	-2,81	-0,60	-0,53	-0,23	0,02
P/E	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	124,7x
EV/Intäkter	25,6	40,3	13,0	9,7	4,6	2,8
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	28,9
P/EK	2,5x	6,8x	4,5x	2,3x	2,4x	2,4x
Utdelning (kr per aktie)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Direktavkastning, %	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

# Uppföljning och kommentarer på kv3 2022

InCoaxs redovisade lägre intäkter och ett svagare resultat i kv3 2022 jämfört med vår prognos. Effekten av detta lär dock begränsa sig till den beslutade företrädesemissionen på 50–65 miljoner kronor. Storordern från Google Fiber värd cirka 35 miljoner kronor gör att 2023 lär bli mycket bättre resultatmässigt.

## Svagt resultat i kv3, men lär bli väsentligt bättre 2023

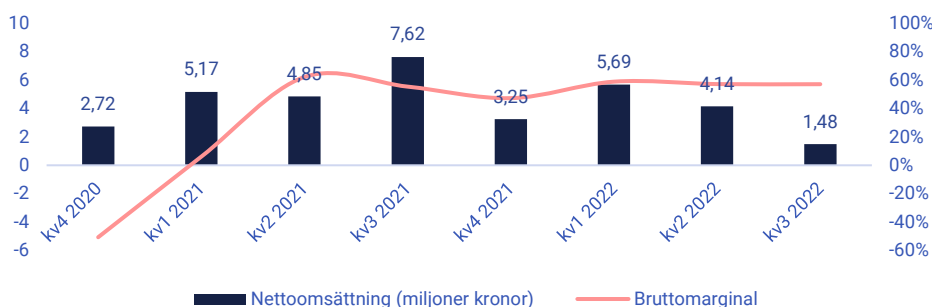
Redovisad nettoomsättning på 1,5 miljoner kronor under kv3 blev 72 procent lägre än vår prognos. InCoax nådde en bruttomarginal relativt nettoomsättningen på 57 procent, vilket är bra med tanke på de låga intäkterna. Resultatet efter finansnetto om minus 7,8 miljoner kronor blev 15 procent sämre än vår prognos. Resultatet lyftas med 1 miljon kronor till följd av högre aktiverade utvecklingskostnader. Bolaget behåller sitt tidigare finansiella mål om en nettoomsättning på 25 miljoner kronor helåret 2022 samt en intäktstillväxt överstigande 50 procent 2023.

### Utfall och Prognos tredje kvartalet 2022 (MSEK):

	Kv3 2022A	Kv3 2022P	Differens
Nettoomsättning	1,48	5,38	-72%
Aktiverat arbete och övriga intäkter	5,73	4,73	21%
Övriga rörelseintäkter	0,15	0,80	-81%
<b>Totala intäkter</b>	<b>7,37</b>	<b>10,92</b>	<b>-33%</b>
Kostnad såld vara	-0,64	-2,37	73%
Personalkostnader	-5,55	-6,26	11%
Övriga kostnader	-8,71	-8,76	1%
Avskrivningar	-0,21	-0,28	25%
<b>Rörelseresultat efter avskrivningar</b>	<b>-7,73</b>	<b>-6,75</b>	<b>15%</b>
Finansnetto	-0,05	-0,04	-22%
<b>Resultat efter finansnetto</b>	<b>-7,78</b>	<b>-6,79</b>	<b>-15%</b>
Skatt	0,00	0,00	n.m.
<b>Resultat efter skatt</b>	<b>-7,78</b>	<b>-6,79</b>	<b>-15%</b>
Hänförligt till minoritetsintresse	0,00	0,00	n.m.
<b>Hänförligt till moderbolaget</b>	<b>-7,78</b>	<b>-6,79</b>	<b>-15%</b>
Vinst per stamaktie (kronor)	-0,19	-0,17	-15%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

### Kv4 2020-kv3 2022: Nettoomsättning, (MSEK) och bruttomarginal (%)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Den stora följdordern från Google Fiber värd 3,1 miljoner USD (34,7 miljoner SEK) blev väsentligt större än vi hade förväntat oss. Denna order gör att det svaga kv3 2022-resultatet från InCoax får en relativt sett mindre betydelse. Detta då resultatet väntas bli betydligt bättre från och med kv4 2022 samt helåret 2023, då denna stora beställning ska levereras och faktureras.

Vidare lanserar InCoax två adapterprodukter för hemma-nätverk, H101 och H251, under kv4 2022. Detta öppnar upp en ny marknad för försäljning till operatörer i ett segment som väntas växa.

Bolagsstämman den 19 oktober godkände en företrädesemission som vid full teckning tillför bolaget ca 50 miljoner kronor före emissionskostnader (maximalt 65 miljoner kronor vid utnyttjad övertilldelningsoption). Kapitaltillskottet är nödvändigt då InCoax kassa minskade från ca 14,0 miljoner kronor den 30 juni 2022 till ca 1,6 miljoner kronor den 30 september 2022.

### Nyheter under perioden 1 juli-21 oktober 2022:

En sammanfattning av de viktigaste händelserna under tredje kvartalet samt 1–21 oktober 2022:

- InCoax har fått en följdorder värd 3,1 miljoner USD (34,7 miljoner SEK) från Google Fiber. Order som var väsentligt större än vi hade förväntat oss, kommer att levereras under resten av 2022 samt under hela 2023. Google Fibers VD gick i augusti 2022 ut och flaggade för att bolaget nu ska bygga ut infrastrukturen i ett antal städer i USA. En länk till detta finns här: <https://fiber.google.com/blog/2022/08/whats-next-for-google-fiber.html>
- Vidare lanserar InCoax två adapterprodukter för hemma-nätverk, H101 och H251, under kv4 2022. Detta öppnar upp en ny marknad för försäljning till operatörer i ett segment som väntas växa.
- InCoax fick i september 2022 en order på 3 miljoner kronor från den USA-baserade Tier 1-operatören avseende användning i enfamiljshus för leverans under kv4 2022.
- Bolagets produkt D2501 testas hos tre operatörer och en systemintegratör. InCoax räknar med att som en följd av det få minst en ny kund under kv4 2022.
- Komponentbristen på halvledare etc inklusive leveransstörningar i industrin är fortsatt märkbar. Det var en anledning till att Google Fiber lade en så pass stor beställning till InCoax som de gjorde i oktober. Som tur är verkar InCoax ha varit förutseende genom att sedan tidigare säkrat komponenter mot prognos. Det innebär att bolaget har en bra leveransberedskap även om merparten av ordern kommer att levereras under 2023.
- En bolagsstämma den 19 oktober godkände en företrädesemission i InCoax som vid full teckning tillför bolaget ca 50 miljoner kronor före emissionskostnader och maximalt 65 miljoner kronor vid utnyttjad övertilldelningsoption. Antalet aktier i InCoax ökar (utan hänsyn till eventuell övertilldelningsoption) från cirka 41,1 miljoner till cirka 66,8 miljoner stycken.

# Investment case, prognoser och värdering

Efter flera år av produktutveckling kan InCoax stå inför ett kommersiellt genombrott. Med en ny företagsledning har en strategi implementerats där värdeskapande affärer sätts i fokus. InCoax har funnit en marknadsposition hos Fiber-LAN-operatörer i Nordamerika, där en återanvändning av existerande fastighetsnät i flerfamiljsfastigheter sänker kostnaderna och höjer tempot i utrullningen av snabba bredbands-tjänster. InCoax genomförde labb- och fälttester med en tier-1-operatör med verksamhet i stora delar av USA under kv3 2021. Denna Tier 1-operatör ska uppgradera sitt FTTx-nät men har skjutit på sin stora investering till 2023. InCoax för även diskussioner med andra operatörer i Nordamerika, en systemintegratör, några kommunala stadsfibernetverk i Tyskland samt med ett par operatörer inom EU-området.

## Hög förväntad tillväxt med global närvaro

InCoax erbjuder telekomoperatörer och fibernetägare kostnadseffektiva lösningar och produkter för ett snabbt bredband baserat på industristandarden MoCA Access. Denna standard är mer etablerad i Nordamerika än i Europa. Med bolagets systemerbjudande kan kunder uppnå samma prestanda som Fiber/LAN-lösningar genom att utnyttja befintliga koaxialkablar i flerfamiljshus, hotell och vårdanläggningar till en lägre kostnad och med en snabbare implementation som resultat.

De flesta operatörer (potentiella kunder) som InCoax adresserar opererar GPON och XGS-PON-nätverk. Det är fiberutbyggnaden i PON-baserade nätverk som InCoax löser med sin vidareutvecklade mjukvara där D2501 är först ut. PON står för 80–90% av världsmarknaden och det är där tillväxten i stor utsträckning finns.

## Kundanpassat system öppnar upp för partnersamarbeten

InCoax erbjudande består av en hårdvarulösning med tillhörande övervakningsmjukvara. Hårdvaran har öppna gränssnitt, vilket möjliggör för nätoperatörer att använda befintlig mjukvara och driftstödssystem. Detta ger förutsättningar för ett kundanpassat system. Vanligtvis genererar kunder återkommande intäktsflöden i samband med att nät byggs om eller byggs ut samt att nya fastigheter ansluts.

Marknaden för bredbandsnät med god prestanda byggs i stor omfattning i Europa, USA och Asien. Ombyggnation av befintliga kopparaccesspunkter och installation av nya fiberaccessnät sker i ökande takt vilket leder till stora investeringsbehov.

Nedan sammanfattar vi vår syn på Investment-caset i InCoax:

- Baserat på våra reviderade nettoomsättnings-prognoser 2022–2025 får vi en CAGR på 100% under perioden 2020–2025 drivet av en starkare efterfrågan på bolagets fokusmarknader.
- Antalet möjliga kunder inom operatörssegmentet är stort. Framför gällert det Nordamerika där bolagets teknik är väletablerad.
- Under kv2 och kv3 2021 lyckades InCoax redovisa en bra bruttomarginal, som sedan blev något sämre i kv4 2021. I kv1 2022 förbättrades bruttomarginalen till 59 procent, för att sedan landa på mycket goda 57 procent i såväl kv2 som kv3 2022. Långsiktigt prognostiserar vi med en stigande lönsamhet för bolaget till 65% bruttomarginal från och med kv2 2024.

- I USA beslutade kongressen 2021 att 65 miljarder USD skulle satsas på utbyggnad av fibernätverk. I kv2/2022-rapporterna flaggade InCoax för att bolaget börjar märka att deras potentiella kunder, bredbandsoperatörerna, nu börjar ta fram projekt inte minst inom "Affordable Living", som områden med lägenheter med lägre hyresnivåer, för vilket det finns "öronmärkta" pengar inom den övergripande ramen för fibernätsatsningar. Här har också InCoax ett pilotprojekt inom ett sådant bostadsområde.
- InCoax erbjuder en produkt till ett konkurrenskraftigt pris och med en hög prestanda: Med MoCA Access från InCoax kan kunderna effektivt implementera bredbandslösningar med en hög prestanda och till ett konkurrenskraftigt pris.

## Nya kunder i USA och Europa

### Kundanpassat system öppnar upp för partnersamarbeten

Under 2020 fick InCoax ett genombrott i USA med en Fiber/LAN-operatör (Tier 2) som kund. Genombrottet innebar en viktig referens. Hittills har InCoax installerat för denna operatör i nio städer i USA. InCoax erhöll order från Google Fiber värda totalt 7 miljoner kronor under första halvåret 2022 och så den tidigare nämnda större beställningen värd knappt 35 miljoner kronor i oktober 2022. Denna beställning lades delvis för att parterna var införstådda med komponentbristen och leveransstörningarna i sektorn. Ordern ger InCoax förutsättningar att plocka en del från redan säkrat varulager, men också att kunna utnyttja detta i nya möjliga affärer framöver.

### Viktig lösning för utvecklingen av fibernätverk

Möjligheterna för InCoax att vinna ytterligare projekt får anses som goda. Det finns idag flera hundra mindre Fiber-LAN-operatörer i Nordamerika som allt snabbare bygger ut sina fibernät. I USA har fiberförlängning över koaxial blivit en alltmer accepterad lösning för installation de sista hundra metrarna in i fastigheterna. Även i Europa fortsätter utbyggnaden av fibernät (FTTB) i snabb takt, speciellt i Tyskland och Storbritannien, där InCoax potentiellt kan vara med och leverera framöver.

### Projekt rör sig framåt – kan generera stora värden till InCoax

Under 2020 initierade bolaget ett samarbete med en större tier-1 operatör i USA. Operatörer söker ofta efter en lösning för att uppgradera kapaciteten i de Fiber-To-The-Curb nät (FTTC) som idag är baserat på G. fast. MoCA Access har identifierats som en tänkbar uppgraderingsstrategi. InCoax genomförde Lab tester- och produktkundanpassning med denna Tier 1-operatör i USA under andra halvåret 2021. Tier1-operatören meddelade under första halvåret 2022 att beslut om den potentiellt stora investeringen skjuts framåt till 2023. Det potentiella kommersiella värdet av en order till en Tier 1-operatör är väsentligt större jämfört med en Fiber/LAN-operatör av Tier2-storlek. Det kan också innebära en referens mot europeiska telekomoperatörsjättar.

InCoax lanserar under två adapterprodukter för hemma-nätverk, H101 och H251. Detta öppnar upp en ny marknad för försäljning till operatörer (även Tier1) i ett segment som väntas växa. Inträdeströsklarna, liksom marginalerna inom detta segment (hemma-nätverk) är dock lägre än leveranser till övriga delar av sektorn.

Med detta sagt så har en av InCoax operatörskunder planer på att bygga ut sitt nätverk till fyra miljoner hushåll i USA.

I mitten på 2010-talet lanserade systemleverantörerna en accessteknologi som kallas G.Fast. Med G.Fast kan bredbandskunder få ett snabbt bredband på upp till 1 Gbps över korta avstånd på upp till några hundra meter över par- eller koaxialkablar. G. fast-accesser i nät-lösningen är begränsad beroende på det korta överföringsavståndet, där kapaciteten snabbt avtar för förbindelser längre än 200–300 meter.

Den lösning som InCoax erbjuder passar framför allt i flerfamiljshusområden i USA. I välbärgade villaområden finns det ofta fibernät vilket gör att nyttan av G. fast blir mindre. GPON når i dessa områden ändå fram till abonnenten utan att behöva nyttja några existerande koaxialnät fram till bredbandsroutern.

G.Fast har tidigare använts flitigt av både BT/Openreach och DT. I England finns drygt 1 miljon G. fast anslutningar som troligtvis snart kommer att ersättas. I de europeiska näten är arkitekturen ofta annorlunda än i USA. Det är inte lika enkelt att utnyttja befintliga koaxialnät i fastigheterna. I Europa bedömer vi att InCoax största affärsmöjligheter finns hos Tier-2 operatörer som bygger ut fibernät framför allt i England och Tyskland.

### **Utmanande konkurrens men betydande potential**

Det sker en snabb teknologitveckling i sektorn, även om utvecklingstiderna är långa och speciellt när nya chip-set ska tas fram. Det innebär att det finns en viss tröghet hos operatörerna, där dessa tenderar att hänga kvar i tidigare teknologier under ganska långa övergångsperioder när det ska uppgraderas. InCoax kan lösa Multigigabit utbyggnader. Det kan till exempel inte G.Fast idag.

Vad gäller Tier 1-operatören i USA så har de ingen annan fiberförlängnings-teknologi för sina byggnader som klarar operatörens mål för 2 Gbps service och i nästa steg 5 Gbps service annat än vad InCoax kan erbjuda.

Konkurrensen på bredbandsmarknaden i USA och Europa är utmanande både avseende teknikval och val av leverantör. För att effektivt kunna bearbeta större och medelstora operatörer ser vi en potential i att InCoax inleder fler försäljningssamarbeten med etablerade systemleverantörer med komplementära systemlösningar och med ledande återförsäljare inom både telekom och kabel. Exempel på sådana systemleverantörer är Calix, Adtran och Nokia i Nordamerika.

## Antaganden och prognoser

Nedan följer en sammanfattning av våra prognoser samt vår syn på dessa.

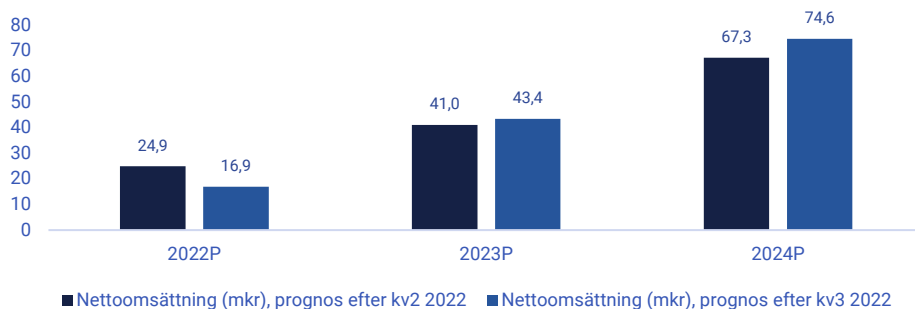
### Intäktsprognoser

Vi reviderar våra prognoser för InCoax nettoomsättning från åren 2022–2024 enligt nedan. Upprevidering av intäktsprognoserna har gjorts för de fem närmaste kvartalen (kv4 2022-kv4 2023) då den stora ordern till Google Fiber ska levereras. Vi har också höjt intäktsprognosen för helåret 2024 med cirka 11 procent, bland annat mot bakgrund av de ökade affärsmöjligheter som öppnas upp inom hemmanätverk.

### Lönsamhetsprognoser

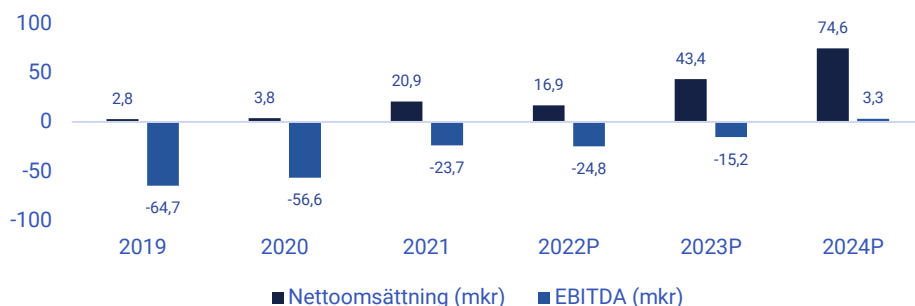
InCoax bruttomarginal blev 57 procent under såväl kv2 som kv3 2022. Det är mycket bra givet bolagets låga intäkter och därmed begränsade inköpsvolym. Här finns möjlighet till att få bättre inköpspriser när den större ordern till Google Fiber ska faktureras ut. Av försiktighetsskäl väljer vi dock att behålla våra tidigare prognoser för bolagets bruttomarginal på 60 procent kv1 2023 och därefter en ökning med en procentenhet bruttomarginal till dess att denna marginal antas plana ut på 65 procent från och med kv2 2024. Vi räknade även i vår förra uppdatering med en nettoomsättning på omkring 40 miljoner kronor helåret 2023.

### Reviderade prognoser (mkr) InCoax nettoomsättning 2022–2024



Källa: Carlsquare prognoser

### Utfall och prognos på nettoomsättning samt EBITDA 2019–2024



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

## Motiverat värde om 3,13 kronor i basscenariot

För att beräkna ett motiverat värde i ett basscenario har vi diskonterat framtida förväntade kassaflöden i vår DCF-modell med en årlig diskonteringsränta om ca 17,4 procent. I bas-scenariot beräknar vi ett aktievärde om cirka 233 miljoner kronor, där ett nuvärde av förväntade nyemissioner på ca 65 miljoner kronor ingår. Utöver den fastställda företrädesemission på cirka 47 miljoner kronor efter antagna emissionskostnader under kv4 2022 har vi antagit en ytterligare nyemission på 20 miljoner kronor under kv4 2023.

Motiverat värde per aktie i InCoax ökar till 3,13 kronor för de kommande 6–12 månaderna. Det är en höjning från 2,43 kronor per aktie motsvarande cirka 29 procent jämfört med vår senaste uppdatering den 29 augusti efter kv2 2022-rapporten. Den nya riktkursen ger en kurspotential på cirka 10 procent givet dagens aktiekurs på 2,84 kronor.

### Sammanställning av nyckeltal i värdering, basscenario

DCF värdering		Disk.ränta prognosperiod		Antaganden	
Nuvärde kassaflöde (UFCF)	36,3	Riskfri ränta, prognostiserad period	2,3%	CAGR, 2020-2025	100,4%
Nuvärde, evighetsvärde (TV)	205,3	Marknadsriskpremie	6,6%	EBITDA-marginal, 2025	37,4%
<b>Rörelsevärde (EV)</b>	<b>241,7</b>	Småbolagspremie	4,1%	EBIT-marginal, 2025	39,9%
		Beta	1,1x	Exit EBIT-multipel (TV)	5,7
Kassa	1,6	<b>Avkastningskrav, EK</b>	<b>14,1%</b>	Skattesats	20,6%
Räntebärande skuld	-10,0			Bolagsspec. tillägg	30% av Re
<b>Aktievärde</b>	<b>233,2</b>	Skattejust. Kreditränta	7,0%	<u>Implicita värderingsmult.</u>	
		Belåningsgrad	0,0%	EV/Sales, 2022P	5,9x
Befintligt antal aktier	41,1	WACC	14,1%	EV/EBITDA, 2022P	n.m.
Nya aktier efter emissioner	33,4	Bolagsspec. Tillägg	3,3%	EV/S, 2022P	5,7x
Antalet aktier efter emissioner	74,5			P/E, 2022P	n.m.
<b>Värde per aktie i ett basscenario</b>	<b>3,13</b>	<b>Disk.ränta</b>	<b>17,4%</b>		

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Genom att anta att intäkterna i Bear-scenariot blir 90 procent av Bas-scenariot år 2023, 80 procent 2024, 70 procent 2025 och 90 procent 2026 (slutåret i kalkylen) får vi en rikt Kurs om 1,87 kronor per aktie i Bear-scenariot (tidigare 1,28 kronor).

Antar vi i stället att intäkterna i Bull-scenariot når 110 procent av Bas-scenariots år 2023, 120 procent 2024, 130 procent 2025 och 110 procent 2026 (slutåret i kalkylen) får vi en rikt Kurs om 4,39 kronor per aktie i Bull-scenariot (tidigare 3,58 kronor).



## Risker och utmaningar

InCoax verkar inom en sektor med en stor konkurrens, vilket kan leda till prispress på produkterna. Det är en bransch med snabba teknologiska förändringar med risker kopplade till såväl produktanpassning som leverantörstörningar.

### Omfattande konkurrens

InCoax verkar i en sektor med en omfattande konkurrens. Det är främst andra typer av teknik som utgör alternativ till InCoax lösning. Konkurrenterna är ofta större företag med betydande finansiella resurser.

Många konkurrenter som ofta är finansiella starkare än InCoax

### Behov av en ökad närvaro i Nordamerika

Då USA visat sig vara InCoax viktigaste marknad ökar behovet för bolaget att hitta en självgående samarbetspartner i USA. Detta för att kunna vara på plats snabbt och ofta ute hos operatörerna och andra beställare i USA.

Behov av samarbetspartner i USA

### Snabba teknologiska förändringar

Den bransch där InCoax verkar, bredbandsuppkoppling över koaxiala nätverk, kännetecknas av snabba teknologiska förändringar genom uppgradering av befintliga tekniker som DOCSIS, G. fast och Fiber-till-hemmet. Det föreligger en risk att nya alternativa tekniska lösningar tas fram av andra aktörer. Detta gör att InCoax kommer att behöva fortsätta att investera i produktutveckling.

Risk att konkurrerande teknik uppgraderas och/eller att nya tillkommer

### Risker i samband med leveranser till nya kunder

De nya operatörskunder som InCoax har gjort provleveranser till har högt ställda krav på att systemen ska fungera med de nya produkterna installerade. InCoax behöver produktpassa och systemintegrera vid leverans. Det ökar kostnaderna och innebär en risk för fördröjning samt att det inte fungerar tillfredsställande.

Större nya operatörskunder i USA har högt ställda krav på att systemen ska fungera tillsammans med de nya produkterna.

### Leverantörsrisker

För att kunna leverera InCoax produkter till kunder är bolaget beroende av leveranser av chipset från MaxLinear Inc, ett amerikanskt hårdvarubolag. Det innebär att InCoax är beroende av detta företags kvalitetssäkring, kapacitet och leveranser av chipset. Leveranstörningarna inom industrin gör också att InCoax behöver lägga större och tidigare beställningar för att få rimliga leveranstider till sina projekt.

Krav på större och längre ledtid för beställning av insatsprodukter till projekten

### Beroende av nyckelpersoner

Relativt få nyckelpersoner inom InCoax-koncernen sitter på den avgörande kunskapen om företagets produkter och lösningar samt har kontakten med de viktigaste kunderna. Skulle en eller flera av dessa lämna företaget kan betydande värden försvinna eller minska väsentligt för företagets del.

Riskabelt med få personer som har kunskap och kundkontakterna

### Kapitalbehov

InCoax Networks har sedan 2017 haft huvudägare som varit positivt inställda till en expansiv strategi. Genom den företrädesemission på minst 50 miljoner kronor som genomförs under kv4 2022 säkerställs bolagets kapitalbehov för åtminstone två år framåt.

Företrädesemission på 50 miljoner kronor löser kapitalbehoven

# Räkenskaper och nyckeltal

## Resultaträkning, kvartalsbasis (MSEK), kv1 2022-kv4 2023P

	kv1 2022	kv2 2022	kv3 2022	kv4 2022P	kv1 2023P	kv2 2023P	kv3 2023P	kv4 2023P
Nettoomsättning	5,7	4,1	1,5	5,6	7,2	10,5	9,4	16,2
Aktiverade utvecklingskostnader	5,2	5,9	5,7	4,3	2,4	2,7	2,6	1,9
Övriga rörelseintäkter	0,6	1,4	0,2	1,0	1,0	2,1	0,2	1,5
<b>Totala intäkter</b>	<b>11,6</b>	<b>11,5</b>	<b>7,4</b>	<b>10,9</b>	<b>10,5</b>	<b>15,3</b>	<b>12,2</b>	<b>19,7</b>
Kostnad såld vara	-2,3	-1,8	-0,6	-2,3	-2,9	-4,1	-3,6	-6,0
<b>Bruttovinst</b>	<b>3,3</b>	<b>2,4</b>	<b>0,8</b>	<b>3,2</b>	<b>4,3</b>	<b>6,4</b>	<b>5,8</b>	<b>10,2</b>
Lokalkostnader	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Personalkostnader	-6,0	-6,2	-5,6	-5,8	-5,8	-6,0	-5,9	-6,3
Marknadsföringskostnader	-1,1	-1,0	-1,0	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,2
Avskrivningar	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,4	-0,5	-0,7	-0,8
Övriga kostnader	-7,9	-7,0	-7,4	-7,1	-6,4	-6,1	-5,9	-5,6
Summa övriga kostnader	-15,5	-14,8	-14,5	-14,4	-14,1	-14,1	-13,9	-14,2
<b>Rörelseresultat</b>	<b>-6,3</b>	<b>-5,1</b>	<b>-7,7</b>	<b>-5,9</b>	<b>-6,5</b>	<b>-3,0</b>	<b>-5,3</b>	<b>-0,6</b>
Finansnetto	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
<b>Resultat efter finansnetto</b>	<b>-6,3</b>	<b>-5,1</b>	<b>-7,8</b>	<b>-6,0</b>	<b>-6,5</b>	<b>-3,0</b>	<b>-5,4</b>	<b>-0,7</b>
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Resultat efter skatt</b>	<b>-6,3</b>	<b>-5,1</b>	<b>-7,8</b>	<b>-6,0</b>	<b>-6,5</b>	<b>-3,0</b>	<b>-5,4</b>	<b>-0,7</b>

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

**Resultaträkning (MSEK) 2019-2024P**

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Försäljning tjänster	1,5	0,1	2,2	3,1	9,9	17,0
Försäljning varor	1,3	3,7	18,7	13,8	33,5	57,7
Övrigt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktiverade utvecklingskostnader	0,0	7,2	16,2	21,2	9,5	3,3
Övriga rörelseintäkter	0,5	1,9	1,3	3,2	4,8	6,3
<b>Totala intäkter</b>	<b>3,3</b>	<b>12,9</b>	<b>38,4</b>	<b>41,3</b>	<b>57,7</b>	<b>84,2</b>
Kostnad sålda vara	-3,0	-9,1	-11,8	-7,1	-16,6	-26,3
Bruttovinst	<b>0,3</b>	<b>3,8</b>	<b>26,6</b>	<b>34,2</b>	<b>41,2</b>	<b>58,0</b>
Lokalkostnader	-1,4	-1,4	-1,2	-1,3	-1,3	-1,4
Personalkostnader	-25,4	-28,3	-19,4	-23,5	-24,1	-25,6
Marknadsföringskostnader	-6,9	-6,0	-2,5	-4,1	-4,5	-5,0
Data/tele	-0,4	-0,8	-0,7	-0,2	-0,1	-0,1
Redovisning/revision	-1,3	-2,1	-1,3	-0,9	-1,5	-1,5
Avskrivningar	-0,6	-1,1	-0,9	-0,8	-2,5	-3,9
Övriga kostnader	-29,3	-21,7	-25,0	-28,3	-22,5	-17,1
Summa övriga kostnader	-65,4	-61,2	-50,9	-59,2	-56,4	-54,7
<b>Rörelseresultat</b>	<b>-65,1</b>	<b>-57,4</b>	<b>-24,3</b>	<b>-25,0</b>	<b>-15,3</b>	<b>3,2</b>
Finansnetto	-0,7	-0,4	-0,2	-0,2	-0,3	-0,4
<b>Resultat efter finansnetto</b>	<b>-65,8</b>	<b>-57,8</b>	<b>-24,5</b>	<b>-25,2</b>	<b>-15,6</b>	<b>2,9</b>
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,2
<b>Resultat efter skatt</b>	<b>-65,8</b>	<b>-57,8</b>	<b>-24,5</b>	<b>-25,2</b>	<b>-15,6</b>	<b>1,7</b>
<b>Tillväxt</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>
Nettoomsättning	89%	35%	452%	-19%	157%	72%
Totala intäkter	103%	292%	198%	7%	40%	46%
Avskrivningar	-67%	91%	-18%	-3%	195%	58%
Rörelseresultat	33%	-12%	-58%	3%	-39%	-121%
Resultat efter finansnetto	33%	-12%	-58%	3%	-38%	-118%
Resultat efter skatt	33%	-12%	-58%	3%	-38%	-111%
<b>Marginaler</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>
EBITDA-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	8%
EBIT-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	4%
Res. efter finansnetto-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	4%
Nettovinstmarginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	2%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

## Balansräkning (MSEK) 2019-2024P

	2 019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Tecknat med inte inbetalt aktiekapital	0,0	0,0	22,6	0,0	0,0	0,0
Anläggningstillgångar	1,7	9,9	25,2	52,2	66,1	67,5
Varulager	16,3	11,4	9,2	10,6	13,4	18,2
Kortfristiga fordringar	6,0	5,1	15,6	14,7	16,0	18,0
Likvida medel	29,5	16,8	11,7	15,7	10,9	3,1
Summa Omsättningstillgångar	51,8	33,3	36,5	41,0	40,3	39,2
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>53,5</b>	<b>43,2</b>	<b>84,4</b>	<b>93,2</b>	<b>106,4</b>	<b>106,7</b>
Eget Kapital	39,8	24,6	62,0	59,3	70,4	67,3
Långfristiga skulder	0,0	3,2	3,2	13,2	13,2	13,2
Kortfristiga skulder	13,7	15,3	19,2	20,7	22,7	26,1
Summa skulder	13,7	18,6	22,4	33,9	36,0	39,4
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>53,5</b>	<b>43,2</b>	<b>84,4</b>	<b>93,2</b>	<b>106,4</b>	<b>106,7</b>
<b>Likviditet</b>	<b>2 019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>
Balanslikviditet	163%	108%	130%	145%	151%	159%
Likviditetsgrad	378%	217%	191%	343%	246%	218%
Kassa/kortfristiga skulder	215%	110%	61%	198%	95%	59%
<b>Soliditet</b>	<b>2 019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>
Nettoskuld (+)/Nettokassa (-)	29,5	13,6	8,4	25,4	10,0	5,2
Nettokassa/EBIT	0,5x	0,2x	0,3x	1,0x	0,7x	-1,6x
Nettokassa/EK	74%	55%	14%	30%	11%	6%
Skuld/EK	0%	13%	5%	10%	9%	9%
Soliditet	74%	57%	73%	77%	76%	74%
<b>Lönsamhetsmått</b>	<b>2 019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>
Avkastning på eget kapital	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	2%
Avkastning på totalt kapital	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	3%
Avkastning på investerat kapital	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	3%

Källa: Bolagsinformation Carlsquare prognoser

**Kassaflöde (MSEK) 2019-2024P**

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
<b>Den löpande verksamheten</b>						
Kassaflöde från den löpande verksamheten	-72,0	-60,1	-22,3	-27,0	-22,7	2,2
Ökning (-)/minskning (+) av varulager och fordringar	0,0	0,0	-8,4	0,2	-4,3	-7,5
Minskning (-)/ökning (+) av rörelseskulder	0,0	0,0	2,5	-2,3	2,2	3,7
Investeringar	-0,9	-8,4	-16,2	-22,1	-10,6	-3,3
<b>Periodens kassaflöde efter förändr. rörelsekapital</b>	<b>-73,0</b>	<b>-68,5</b>	<b>-44,4</b>	<b>-51,2</b>	<b>-35,4</b>	<b>-4,8</b>
<b>Nyemissioner, netto efter omkostnader</b>						
Amortering (-)/upptagande av lån (+)	0,0	0,0	-22,9	25,6	0,0	0,0
Utdelning till aktieägarna	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kassaflöde från finansieringsverksamheten	94,7	55,9	39,2	73,2	20,0	0,0
<b>Periodens kassaflöde</b>	<b>21,7</b>	<b>-12,6</b>	<b>-5,2</b>	<b>22,0</b>	<b>-15,4</b>	<b>-4,8</b>
Likvida medel vid årets början	7,7	29,5	16,8	11,7	33,7	18,3
<b>Likvida medel vid periodens slut</b>	<b>29,5</b>	<b>16,8</b>	<b>11,7</b>	<b>33,7</b>	<b>18,3</b>	<b>13,4</b>
<b>Nyckeltal</b>						
Kassaflöde, löp. verk/nettoomsätt.	2 019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Kassaflöde, löp. verk/tillgångar	-25,6x	-15,9x	-1,1x	-1,6x	-0,5x	0,0x
	-1,3x	-1,39x	-0,26x	-0,25x	-0,20x	0,02x

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

## Friskrivning

Carlsquare AB, [www.carlsquare.se](http://www.carlsquare.se), nedan benämnt Carlsquare, bedriver verksamhet avseende Corporate Finance samt Equity Research och publicerar därvid bl.a. information om bolag och däribland analyser. Informationen har sammanställts utifrån källor som Carlsquare bedömer som tillförlitliga. Carlsquare kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något som helst finansiellt instrument, option eller liknande. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren.

Innehållet får inte kopieras, reproduceras eller distribueras till annan person utan skriftligt godkännande av Carlsquare. Carlsquare ska inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys. Investeringar i finansiella instrument ger möjligheter till värdestegringar och vinster. Alla sådana investeringar är också förenade med risker. Riskerna varierar mellan olika typer av finansiella instrument och kombinationer av dessa. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Analysen riktar sig inte till U.S. Persons (så som detta begrepp definieras i Regulation S i United States Securities Act och tolkas i United States Investment Companies Act 1940) och får inte heller spridas till sådana personer. Analysen riktar sig inte heller till sådana fysiska och juridiska personer där distributionen av analysen till sådana personer skulle innebära eller medföra risk för överträdelse av svensk eller utländsk lag eller författning.

Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal Carlsquare för analystäckning. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning.

Carlsquare kan eller kan inte ha ett ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Carlsquare värdesätter säkerställandet av objektivitet och oberoende, och har för detta upprättat rutiner för hantering av intressekonflikter.

Analytikerna Bertil Nilsson, Fredrik Nilsson och Lars Johansen Öh äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.