

Uppdatering: Kv1 2023

INCOAX NETWORKS AB

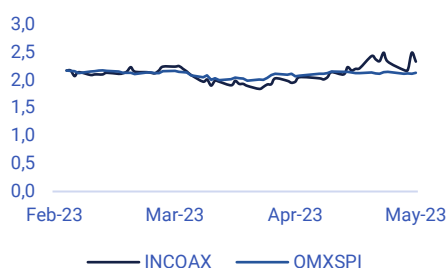
VD: Jörgen Ekengren
SO: Peter Agardh
www.incoax.com

Bloomberg: INCOAX.SS
Reuters Eikon: INCOAX.ST

Lista: Nasdaq First North

Aktiekurs, senast: 2,33 kronor
Marknadsvärde: 168 MSEK

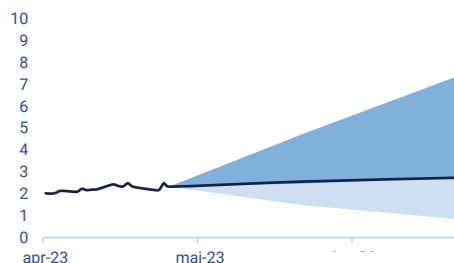
AKTIEKURSUTVECKLING



	12M	YTD	6M	1M
Utveckling (%)	-43,6	13,1	17,1	18,3

Källa: S&P CapitalIQ

VÄRDERINGSINTERVALL



	BEAR	BAS	BULL
Pris per aktie (kr)	0,84	2,74	7,39
Upp/nedsida (%)	-63,7	17,7	217,3

Källa: Carlsquare

CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Bertil Nilsson
Senior Equity Analyst

Christopher Solbakke
Equity Analyst

Lars Johansen
Senior Advisor

Högre intäkter i kv1 2023 än prognos

InCoax fakturering blev 12,9 miljoner kronor i kv1 2023, jämfört med vår prognos på 10,5 miljoner kronor. Mer positiv var att försäljningen skedde till en mycket hög bruttomarginal, 63 procent. Ledningen ser med fortsatt tillförsikt på utsikterna inför resten av 2023 och 2024, där dock en kund (Google Fiber) fortfarande styr beställningsflödet. Vi höjer vår rikt Kurs för InCoax-aktien till 2,74 kronor per aktie, jämfört med 2,66 kronor per aktie i vår senaste analys-uppdatering den 13 mars 2023.

Högre intäkter och lägre förlustnivå än väntat i kv1 2023

InCoax lämnade en stark delårsrapport där intäkterna översteg våra prognoser med 23 procent. Försäljningen sker till den USA-baserade Fiber/LAN-operatören Google Fiber.

Bruttomarginalen i kv1 2023 blev imponerande höga 63 procent. Förlustnivåerna i kv1 2023 på rörelseresultat efter avskrivningar (minus 3,1 miljoner kronor) och resultat efter finansnetto (minus 3,2 miljoner kronor) blev endast ungefär hälften av våra prognoser.

Kassaflödet i kv1 2023 blev positivt (2,1 miljoner kronor), kopplat till positiva effekter i rörelsekapitalet. Det innebär att koncernens likvida medel ökade till 38,4 miljoner kronor per 31 mars 2023.

Flera nya möjliga kunder

InCoax genomför tester med sin D2501-lösning mot flera operatörer samt med Google Fiber. Bolagets ledning väntar sig minst en ny operatörskund under 2023 till följd av detta. Ett nytt marknadssegment, konvertering av fiber/bredband mot villaområden och hyreshus, växer också fram. Det backas upp av president Bidens stimulanspaket från 2021 med medel riktade 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.

Ny rikt Kurs 2,74 kronor per aktie i Bas-scenariot

Med anledning av utfallet i denna kv1 2023-rapport från InCoax höjer vi våra intäktsprognoser med 14 procent för helåret 2023, med 8 procent 2024 samt med 7 procent 2025. Resultatet antas öka med mellan 50 och 55 procent av InCoax intäktsökning framöver.

Vår rikt Kurs för InCoax-aktien ökar till 2,74 kronor per aktie, jämfört med 2,66 kronor vid vår senaste uppdatering den 13 mars 2023. Detta värde varierar baserat på en kassaflödesvärdering med olika antaganden från 0,84 kronor per aktie i Bear-scenariot (tidigare 1,62 kronor) till 7,39 kronor i Bull-scenariot (tidigare 7,28 kronor per aktie). I kassaflödesvärderingens Bull-scenario har vi antagit att bolaget når intäkter om 538 miljoner kronor 2027 jämfört med 222 miljoner kronor i Bas-scenariot. Detta inkluderar underförstått leveranser till en större operatör, däremot till väsentligt lägre marginaler jämfört med idag. Detta då vi antar att InCoax i ett sådant scenario kommer att tvingas att anlita en underleverantör.

Finansiella nyckeltal (MSEK)

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Totala intäkter	12,9	38,4	52,1	79,2	97,9	128,6
Nettoomsättning	3,8	20,9	25,9	63,2	89,8	122,5
EBITDA	-56,4	-23,5	-21,6	-14,9	-7,0	8,4
EBIT	-57,4	-24,3	-22,3	-15,5	-7,8	7,4
Resultat efter finansnetto	-57,8	-24,5	-22,8	-16,0	-8,4	6,7
Årets resultat	-57,8	-24,5	-22,8	-16,0	-8,7	5,2
EBITDA-marginal, %	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	7%
EBIT-marginal, %	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	6%
Nettovinstmarginal, %	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	4%
Vinst per aktie (kr)	-2,81	-0,60	-0,51	-0,22	-0,12	0,07
P/E	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	28,4x
EV/Intäkter	40,3	13,0	3,3	2,2	1,7	1,3
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	19,2
P/EK	6,8x	4,5x	1,2x	1,8x	2,0x	1,9x
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 kv1 2023

InCoaxs redovisade intäkter på 12,9 miljoner kronor i kv1 2023, vilket väsentligt översteg vår prognos om 10,5 miljoner kronor. Mer uppmuntrande var att koncernen nådde en bruttomarginal på 63 procent på faktureringen under första kvartalet. Det innebar att bolagets rapporterade förlustnivåer (rörelseresultat efter avskrivningar samt resultat efter finansnetto) blev ungefär hälften så stora som vi hade förutspått.

Högre intäkter än väntat och bruttomarginal över 60 procent

InCoax lämnar en stark delårsrapport där bolagets intäkter översteg vår prognos med 23 procent. Försäljningen har liksom tidigare skett till Google Fiber, en tier 2-operatör med ambitiösa utbyggnadsplaner för sitt nät i ett tiotal amerikanska städer.

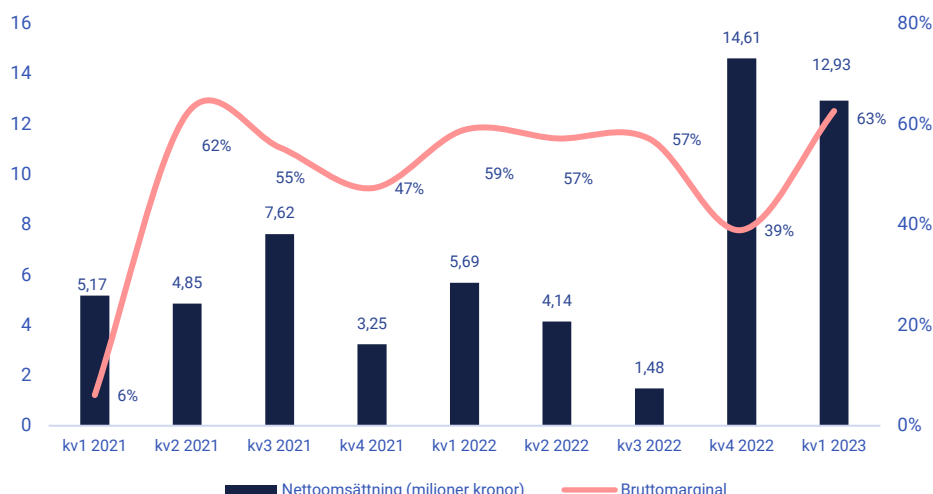
Bruttomarginalen i kv1 2023 blev 63 procent, vilket är i nivå med våra prognoser för 2024–2025 då InCoax antas fakturera väsentligt mer jämfört med kv1 2023. Bruttomarginalen brukar bli något högre när ett bolag har nått en kritisk massa för att få bättre inköpspriser av sina leverantörer. En litet större sådan beställning lades av InCoax när Google Fiber lade sin första större order under 2022.

InCoax redovisade ett rörelseresultat efter avskrivningar på minus 3,1 miljoner kronor jämfört med vår prognos på minus 6,8 miljoner kronor. Resultatet efter finansnetto landade på minus 3,2 miljoner kronor där vårt estimat var minus knappt 7,0 miljoner kronor.

Kassaflödet blev positivt (2,1 miljoner kronor) under kv1 2023. Det innebar att koncernens likvida medel ökade till 38,4 miljoner kronor per 31 mars 2023.

InCoax har sedan 11 april 2023 förstärkt sin ledningsgrupp genom rekrytering av Jakob Tobieson som ny chef för Operations. Jakob har tidigare erfarenhet som inköpschef på Tetra Pak och Telia.

Kv1 2021-kv1 2023: InCoax nettoomsättning, (MSEK) och bruttomarginal (%)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Investment case, prognoser och värdering

Efter flera år av produktutveckling kan InCoax stå inför ett kommersiellt genombrott. 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 bredbandstjänster. InCoax genomförde labb- och fälttester med en tier-1-operatör med verksamhet i USA under kv3 2021. Denna Tier 1-operatör ska uppgradera sitt FTTx-nät men har skjutit på denna investering. InCoax för även diskussioner med andra operatörer, främst i Nordamerika men även i Europa.

Hög förväntad tillväxt med global närvaro

InCoax erbjuder telekomoperatörer och fibernätägare 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 procent av världsmarknaden och det är där tillväxten i stor utsträckning finns.

Kundanpassat system öppnar upp för partnersamarbeten

InCoax erbjudande består av en hårdvarulösning med övervakningsmjukvara. Hårdvaran har öppna gränssnitt, vilket möjliggör för nätoperatörer att använda befintlig mjukvara och driftstödssystem. Vanligtvis genererar kunder återkommande intäktsflöden när nät byggs ut och nya fastigheter ansluts.

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 prognoser för nettoomsättningen 2023–2025 får vi en CAGR på 100 procent under perioden 2020–2025.
- Antalet möjliga kunder inom operatörssegmentet är stort. Framför gäller det Nordamerika där bolagets teknik är väletablerad.
- Långsiktigt prognostiserar vi med en stigande lönsamhet för bolaget till 60 procent 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, börjar ta fram projekt inte minst inom "Affordable Living", som områden med lägenheter med lägre hyresnivåer, där det finns "öronmärkta" pengar.
- 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. 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 ca 35 miljoner kronor i oktober 2022. Denna beställning lades delvis för att parterna var införstådda med komponentbristen och leveransstörningarna i sektorn.

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 (ibland en faktor 10 ggr) jämfört med en Fiber/LAN-operatör av Tier2-storlek.

InCoax lanserar under kv4 2022 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 nätlösningen 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.

Antaganden och prognoser

Intäktsprognoser

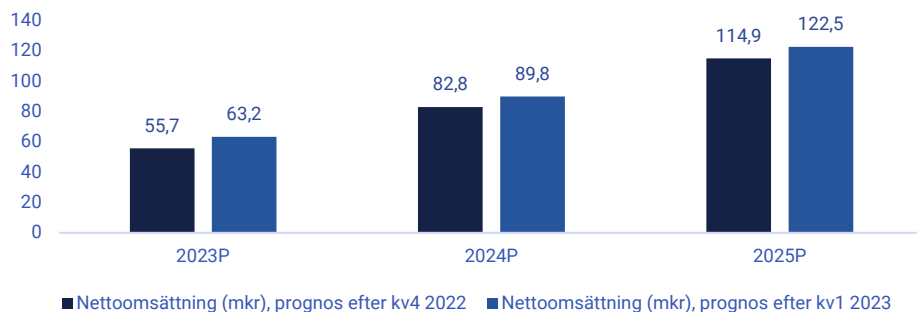
Vi reviderar upp våra intäktsprognoser med 14 procent 2023, med 8 procent 2024 samt med 7 procent 2025. För 2024 och framåt räknar vi med att hemmanätverken kommer att bidra till intäktsstillväxten.

Lönsamhetsprognoser

InCoax bruttomarginal blev mycket höga 63 procent under kv1 2023. Bolaget har fortfarande relativt låga intäkter (även om de ökar snabbt) och därmed begränsade inköpsvolymen. I takt med stigande volymer bör inköpspriserna bli litet bättre. Vi reviderar upp våra bruttomarginalantaganden till 57 procent i kv2 2023, 55 procent i kv3 2023, 58 procent i kv4 2023 samt 60 procent från och med kv1 2024 och resten av prognosperioden till och med kv4 2025.

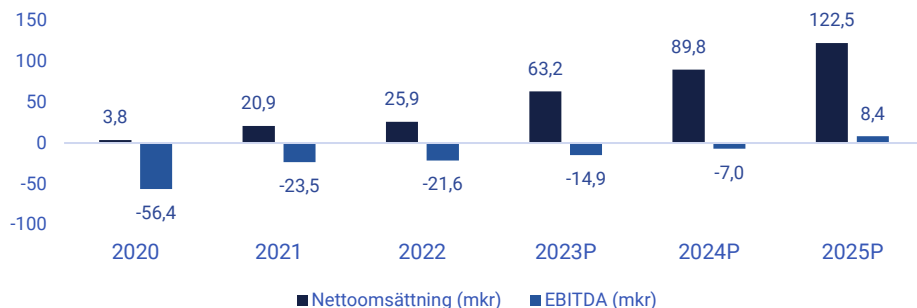
Vi antar att övriga externa kostnader ökar med 2 procent av intäktsökningen mellan åren, medan personalkostnaderna antas öka med 3 procent av den årliga intäkts-tillväxten. Vi har tidigare antagit att övriga rörelsekostnader (som har varit relativt stora) ska minska mot slutet av prognosperioden, men vi anser oss inte längre ha stöd för en sådan prognos. Följden blir att den positiva resultateffekten blir mindre på denna punkt jämfört med vår senaste uppdatering den 13 mars 2023.

Reviderade prognoser (MSEK) InCoax nettoomsättning 2023–2025



Källa: Carlsquare prognoser

Utfall och prognos på nettoomsättning samt EBITDA 2020–2025



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Motiverat värde om 2,74 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 17,5 procent. I bas-scenariot beräknar vi ett aktievärde om cirka 198 miljoner kronor, utan behov av några ytterligare nyemissioner. Däremot har vi antagit att bolaget tar upp ett bryggglån på 10 miljoner kronor kv1 2024 som sedan förutsätts återbetalas kv4 2025.

Motiverat värde per aktie i InCoax minskar givet våra nya prognoser till 2,74 kronor per aktie i Bas-scenariot jämfört med 2,66 kronor i vår uppdatering efter InCoax kv4 2022-rapport den 13 mars 2023.

Sammanställning av nyckeltal i värdering, basscenario

DCF värdering		Disk.ränta prognosperiod		Antaganden	
Nuvärde kassaflöde (UFCF)	-19,2	Riskfri ränta, prognostiserad period	2,3%	CAGR, 2020-2025	100,4%
Nuvärde, evighetsvärde (TV)	178,5	Marknadsriskpremie	6,6%	EBITDA-marginal, 2025	27,3%
Rörelsevärde (EV)	159,3	Småbolagspremie	4,2%	EBIT-marginal, 2025	27,7%
		Beta	1,1x	Exit EBIT-multipel (TV)	5,9
Kassa	38,4	Avkastningskrav, EK	14,2%	Skattesats	20,6%
Räntebärande skuld	0,0			Bolagsspec. tillägg	30% av Re
Aktievärde	197,7	Skattejust. Kreditränta	7,0%	<u>Implicita värderingsmult.</u>	
		Belåningsgrad	0,0%	EV/Sales, 2023P	2,0x
Befintligt antal aktier	72,1	WACC	14,2%	EV/EBITDA, 2023P	n.m.
Nya aktier efter emissioner	0,0	Bolagsspec. Tillägg	3,4%	EV/S, 2023P	2,5x
Antalet aktier efter emissioner	72,1			P/E, 2023P	n.m.
Värde per aktie i ett basscenario	2,74	Disk. ränta	17,5%		

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Vi antar att intäkterna i Bear-scenariot blir 90 procent av Bas-scenariot år 2023. Vidare att Bear-scenariots intäkter blir lägre än Bas-scenariots intäkter 2024–2027 genom att multiplicera med en faktor 0,88 ggr. Givet dessa antaganden får vi totala intäkter om ca 153 miljoner kronor 2027 i Bear-scenariot jämfört med ca 222 miljoner kronor 2027 i Bas-scenariot. Vi får då en riktkurs om 0,84 kronor per aktie i Bear-scenariot (tidigare 1,62 kronor).

Antar vi i stället att intäkterna i Bull-scenariot når 150 procent av Bas-scenariots år 2023 samt att faktureringen ökar med en faktor 1,35 ggr 2024–2027 jämfört med Bas-scenariot hamnar vi på en försäljning om 538 miljoner kronor 2027 (jämfört med 222 miljoner kronor i Bas-scenariot). I Bull-scenariot blir leveranserna så pass stora att InCoax kommer att behöva anlita en underentreprenör som typiskt sett brukar ta 30 procent marginal på sin fakturering. Det betyder att bruttomarginalen antas bli 60 procent 2023, för att sedan sjunka till 55 procent 2024, 50 procent 2025, 45 procent 2026 och 40 procent 2027. Dessutom antar vi att InCoax behöver göra extra investeringar på ca 10 miljoner kronor vartdera året 2023–2026 om beställningarna skulle öka så pass kraftigt. Vi får en riktkurs om 7,39 kronor per aktie i Bull-scenariot (tidigare 7,28 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 produkthanpassa och systemintegrera vid leverans. Det ökar kostnaderna och innebär en risk för fördröjning samt att det inte fungerar tillfredsställande.

Större 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. Det innebär att InCoax är beroende av detta företags kvalitetssäkring, kapacitet och leveranser av chipset. Leveranstörningarna inom industrin gör 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 ca 59 miljoner kronor som genomfördes under kv4 2022 säkerställs bolagets kapitalbehov för mer än ett år framåt.

Företrädesemission på 59 miljoner kronor löser kapitalbehoven

Räkenskaper och nyckeltal

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

	kv1 2022	kv2 2022	kv3 2022	kv4 2022	kv1 2023	kv2 2023P	kv3 2023P	kv4 2023P
Nettoomsättning	5,7	4,1	1,5	14,6	12,9	16,5	13,6	20,2
Aktiverade utvecklingskostnader	5,2	5,9	5,7	7,5	5,8	2,7	2,6	3,4
Övriga rörelseintäkter	0,6	1,4	0,2	-0,5	0,0	2,1	0,2	-0,7
Totala intäkter	11,6	11,5	7,4	21,7	18,6	21,3	16,4	22,9
Kostnad såld vara	-2,3	-1,8	-0,6	-8,9	-4,8	-7,1	-6,1	-8,5
Bruttovinst	3,3	2,4	0,8	5,7	8,1	9,4	7,5	11,7
Lokalkostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	-9,7	-9,8	-9,7	-9,9
Personalkostnader	-6,0	-6,2	-5,6	-6,3	-6,6	-6,7	-6,6	-6,8
Marknadsföringskostnader	-1,4	-1,3	-1,3	-1,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Avskrivningar	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Övriga kostnader	-7,9	-7,0	-7,4	-7,9	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
Summa övriga kostnader	-15,5	-14,8	-14,5	-16,0	-16,9	-17,1	-17,0	-17,3
Rörelseresultat	-6,3	-5,1	-7,7	-3,3	-3,1	-2,9	-6,7	-2,9
Finansnetto	0,0	0,0	-0,1	-0,4	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Resultat efter finansnetto	-6,3	-5,1	-7,8	-3,6	-3,2	-3,0	-6,8	-3,0
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resultat efter skatt	-6,3	-5,1	-7,8	-3,6	-3,2	-3,0	-6,8	-3,0

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Resultaträkning (MSEK) 2020-2025P

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Försäljning tjänster	0,1	2,2	2,4	17,4	25,6	35,9
Försäljning varor	3,7	18,7	23,5	45,8	64,1	86,6
Övrigt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktiverade utvecklingskostnader	7,2	16,2	24,4	14,4	5,0	2,5
Övriga rörelseintäkter	1,9	1,3	1,7	1,6	3,1	3,7
Totala intäkter	12,9	38,4	52,1	79,2	97,9	128,6
Kostnad sålda vara	-9,1	-11,8	-13,7	-26,5	-35,9	-49,0
Bruttovinst	3,8	26,6	38,4	52,7	62,0	79,7
Lokalkostnader	0,0	0,0	0,0	-39,1	-39,6	-40,8
Personalkostnader	-28,3	-19,4	-24,1	-26,6	-27,4	-28,4
Marknadsföringskostnader	-7,4	-3,7	-5,7	0,0	0,0	0,0
Data/tele	-0,8	-0,7	-0,7	0,0	0,0	0,0
Redovisning/revision	-2,1	-1,3	-0,7	0,0	0,0	0,0
Avskrivningar	-1,1	-0,9	-0,7	-0,7	-0,8	-1,0
Övriga kostnader	-21,7	-25,0	-28,9	-1,9	-2,0	-2,1
Summa övriga kostnader	-61,2	-50,9	-60,7	-68,2	-69,8	-72,3
Rörelseresultat	-57,4	-24,3	-22,3	-15,5	-7,8	7,4
Finansnetto	-0,4	-0,2	-0,5	-0,5	-0,7	-0,6
Resultat efter finansnetto	-57,8	-24,5	-22,8	-16,0	-8,4	6,7
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	-1,6
Resultat efter skatt	-57,8	-24,5	-22,8	-16,0	-8,7	5,2
Tillväxt	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Nettoomsättning	35%	452%	24%	144%	42%	36%
Totala intäkter	292%	198%	36%	52%	24%	31%
Avskrivningar	91%	-18%	-18%	-5%	22%	22%
Rörelseresultat	-12%	-58%	-8%	-30%	-50%	n.m.
Resultat efter finansnetto	-12%	-58%	-7%	-30%	-47%	n.m.
Resultat efter skatt	-12%	-58%	-7%	-30%	-46%	n.m.
Marginaler	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EBITDA-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	-8%	7%
EBIT-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	6%
Res. efter finansnetto-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	5%
Nettovinstmarginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	4%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Balansräkning (MSEK) 2020-2025P

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Tecknat med inte inbetalt aktiekapital	0,0	22,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Anläggningstillgångar	9,9	25,2	48,9	76,3	86,7	90,2
Varulager	11,4	9,2	9,5	9,4	4,7	5,1
Kortfristiga fordringar	5,1	15,6	29,0	13,9	11,9	12,1
Likvida medel	16,8	11,7	36,3	8,7	10,8	8,1
Summa Omsättningstillgångar	33,3	36,5	74,8	32,0	27,4	25,3
SUMMA TILLGÅNGAR	43,2	84,4	123,8	108,3	114,2	115,4
Eget Kapital	24,6	62,0	96,3	80,2	71,6	76,7
Långfristiga skulder	3,2	3,2	4,1	4,1	14,1	4,1
Kortfristiga skulder	15,3	19,2	23,4	24,0	28,5	34,6
Summa skulder	18,6	22,4	27,5	28,1	42,6	38,7
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	43,2	84,4	123,8	108,3	114,2	115,4
Likviditet	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Balanslikviditet	108%	130%	165%	97%	59%	50%
Likviditetsgrad	217%	191%	320%	133%	96%	73%
Kassa/kortfristiga skulder	110%	61%	155%	36%	38%	23%
Soliditet	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Nettoskuld (+)/Nettokassa (-)	13,6	8,4	32,1	4,5	-3,4	4,0
Nettokassa/EBIT	0,2x	0,3x	1,4x	0,3x	-0,4x	-0,5x
Nettokassa/EK	55%	14%	33%	6%	-5%	5%
Skuld/EK	13%	5%	4%	5%	20%	5%
Soliditet	57%	73%	78%	74%	63%	66%
Lönsamhetsmått	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Avkastning på eget kapital	v	neg.	neg.	neg.	neg.	7%
Avkastning på totalt kapital	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	6%
Avkastning på investerat kapital	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	9%

Källa: Bolagsinformation Carlsquare prognoser

Kassaflöde (MSEK) 2020-2025P

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Den löpande verksamheten						
Kassaflöde från den löpande verksamheten	-60,1	-22,3	-9,9	-27,8	-12,9	3,6
Ökning (-)/minskning (+) av varulager och fordringar	0,0	-8,4	-13,7	15,2	6,7	-0,5
Minskning (-)/ökning (+) av rörelseskulder	0,0	2,5	-5,1	4,4	4,5	6,1
Investeringar	-8,4	-16,2	-24,4	-19,4	-6,2	-1,9
Periodens kassaflöde efter förändr. rörelsekapital	-68,5	-44,4	-53,1	-27,6	-7,9	7,3
Finansieringsverksamheten						
Nyemissioner, netto efter omkostnader	0,0	62,1	57,7	0,0	0,0	0,0
Amortering (-)/upptagande av lån (+)	0,0	-22,9	20,0	0,0	10,0	-10,0
Utdelning till aktieägarna	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kassaflöde från finansieringsverksamheten	55,9	39,2	77,7	0,0	10,0	-10,0
Periodens kassaflöde	-12,6	-5,2	24,6	-27,6	2,1	-2,7
Likvida medel vid årets början	29,5	16,8	11,7	36,3	8,7	10,8
Likvida medel vid periodens slut	16,8	11,7	36,3	8,7	10,8	8,1
Nyckeltal						
Kassaflöde, löp. verk/nettoomsätt.	-15,9x	-1,1x	-0,4x	-0,4x	-0,1x	0,0x
Kassaflöde, löp. verk/tillgångar	-1,39x	-0,26x	-0,08x	-0,26x	-0,11x	0,03x

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Friskrivning

Carlsquare AB, 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, Christopher Solbakke och Lars Johansen Öh äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.