Uppdatering: Kv4 2023

INCOAX NETWORKS AB

Incoax erbjuder telekomoperatörer och fibernätägare kostnadseffektiva lösningar och produkter för ett snabbt bredband baserat på MoCA Access, vilket är en industristandard etablerad i USA. Med bolagets systemerbjudande uppnås samma prestanda som Fiber/LAN-lösningar genom att utnyttja koaxialkablar i fastigheter.

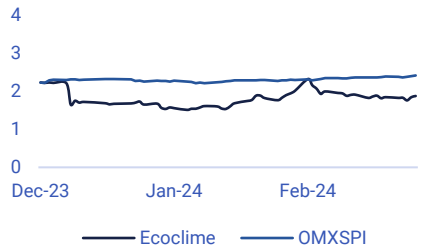
VD: Jörgen Ekengren
SO: Peter Agardh
www.incoax.com

Bloomberg: INCOAX.SS
Reuters Eikon: INCOAX.ST

Lista: Nasdaq First North

Aktiekurs, senast: 1,88 kronor
Marknadsvärde: 203 MSEK

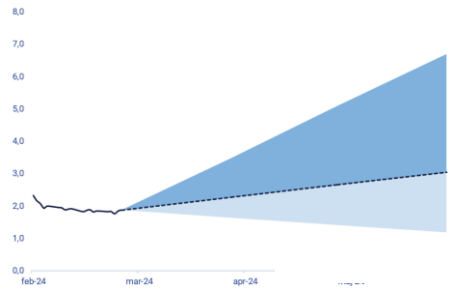
AKTIEKURSUTVECKLING



	12M	YTD	6M	1M
Utveckling (%)	-10,3	18,4	-26,2	-3,6

Källa: S&P CapitalIQ

VÄRDERINGSINTERVALL



	BEAR	BAS	BULL
Pris per aktie (kr)	1,18	3,04	6,70
Upp-/nedsida (%)	-37,5	61,9	256,1

Källa: Carlsquare

CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Bertil Nilsson
Senior Equity Analyst

Christopher Solbakke
Equity Analyst

Stark orderingång under två kvartal

InCoax Networks AB ("InCoax" eller "Bolaget") redovisade intäkter som var 8% bättre än vi hade väntat under kv4 2023. Men personal- och övriga externa kostnader var samtidigt högre till följd av upprampning inför det nya Nokia-avtalet. Vi höjer vår riktkurs för aktien i Bas-scenariot till 3,04 SEK jämfört med tidigare 2,73 SEK.

Fortsatt stark tillväxt på växande marknad

InCoax nettoomsättning blev 22,7 MSEK i kv4 2023, vilket översteg vår prognos med 8%. Samtidigt var även kostnaderna (handelsvaror, liksom personal- och övriga externa kostnader) högre än väntat. InCoax levererade mer utrustning till hemmanätverk under kv4 2023, vilket drog ned bruttomarginalerna. InCoax befinner sig också i en arbetsintensiv uppstartsfas med nya samarbetsavtalet med Nokia, något som ökade personal- och övriga externa kostnader. Samarbetsavtalet gör att InCoax kommer att få leverera sin fiber extension-lösning mot Nokias globala operatörskunder.

Orderingången var stark med beställningar på ca 27 MSEK under kv4 2023 och ytterligare ca 26 MSEK under kv1 2024. Det borgar för ett starkt 2024 med tanke på att Nokia-avtalet sannolikt kan ge vissa bidrag senare under året. Till det kommer affärsmöjligheter främst i USA på en marknad som växer snabbt. Liksom tidigare underbyggs tillväxten på den nordamerikanska marknaden av president Bidens stimulanspaket för utbyggnad av bredbandskapaciteten i USA.

InCoax har också stora möjligheter inom segmentet hemmanätverk med sina två adapter-produkter. Denna marknad växer då många konsumenter i enfamiljshus förväntas öka antalet fasta accesspunkter till fibernätverket.

Ny riktkurs 3,04 SEK per aktie i Bas-scenariot

Carlsquare Equity Research publicerade en Mrkt Buzz den 19 december 2023 där vi justerade upp våra intäktsprognoser mot bakgrund av de affärsmöjligheter som samarbetsavtalet med Nokia väntas ge. I denna kommentar tog vi även hänsyn till den då nyss beslutade företrädesemission som avslutas under kv1 2024 och som har gett vissa utspädningseffekter på aktiens värde jämfört med före denna emission. Med dessa förutsättningar kom vi fram till en riktkurs på 2,73 SEK per aktie enligt Bas-scenariot.

Jämfört med vår senaste analysuppdatering av InCoax den 6 november 2023 sänker vi våra nettoomsättnings-prognoser med 3% för 2024 och med 16% 2025. Samtidigt höjer vi våra nettoomsättnings-prognoser med 13% 2027 samt med 29% 2028. Vi antar att InCoax når en bruttomarginal på 50% under 2024 som ökar till 54% från och med 2025.

InCoax hade en kassa på ca 15 MSEK per 31 december 2023, som fylls på med ca 50 MSEK under kv1 2024. Vi bedömer därför att InCoax inte kommer att behöva någon ytterligare kapitalförstärkning under prognosperioden.

Det motiverade värdet per aktie i InCoax ökar med våra nya prognoser till 3,04 SEK per aktie i Bas-scenariot, motsvarande en potentiell uppsida om cirka 62%. Det motiverade värdet per aktie varierar från 1,18 SEK per aktie i Bear-scenariot (tidigare 1,15 SEK) till 6,70 SEK per aktie i Bull-scenariot (tidigare 9,09 SEK).

Finansiella nyckeltal (MSEK)

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Totala intäkter	38,4	52,1	79,1	96,7	165,0	256,5
Nettoomsättning	20,9	25,9	59,6	90,0	161,6	254,8
EBITDA	-23,5	-21,6	-15,9	-28,5	-5,8	34,9
EBIT	-24,3	-22,3	-16,7	-29,6	-7,1	33,4
Resultat efter finansnetto	-24,5	-22,8	-16,9	-29,4	-7,1	33,6
Årets resultat	-24,5	-22,8	-16,9	-29,4	-7,1	28,6
EBITDA-marginal, %	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	14%
EBIT-marginal, %	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	13%
Nettovinstmarginal, %	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	11%
Vinst per aktie (kr)	-0,60	-0,51	-0,23	-0,27	-0,07	0,26
P/E	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	7,1x
EV/Intäkter	13,0	3,0	1,7	1,1	0,7	0,5
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	113,2
P/EK	4,5x	1,2x	1,4x	1,1x	1,2x	1,1x
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 kv4 2023

InCoaxs redovisade en nettoomsättning på ca 22,7 MSEK under kv4 2023, vilket var 8% mer än vi hade väntat oss. Bolaget har fått order på ca 27 MSEK under kv4 2023 och ytterligare ca 26 MSEK under kv1 2024 från FIBER/LAN-operatören i USA (Google Fiber). Samtidigt var kostnaderna under kv4 2023 högre än våra prognoser. Detta berodde främst på det intensifierade arbetet för Nokia-samarbetet.

Bra intäktstillväxt, men också högre kostnader under fjärde kvartalet

Nettoomsättningen på 22,7 MSEK i kv4 2023 översteg vår prognos med 8%. InCoax flaggade den 4 december 2023 för att årsomsättningen helåret 2023 skulle hamna på ca 60 MSEK, motsvarande en nettoomsättning på ca 23 MSEK under kv4 2023. Det senare blev nästan exakt som utfallet.

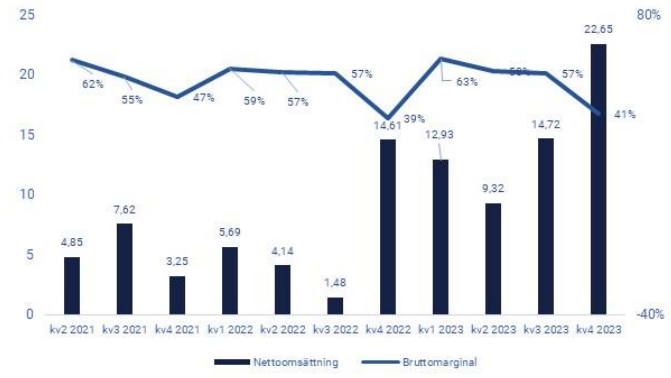
Totalt fick InCoax order på ca 27 MSEK under kv4 2023 och ytterligare ca 26 MSEK hittills under kv1 2024 från den USA-baserade FIBER/LAN-operatören (Google Fiber).

Bruttomarginalen på försäljningen under kv4 2023 blev dock endast 41%, jämfört med vår prognos om 50%. Det berodde på att en stor del av nettoomsättningen avsåg hemmanätverk, där marginalerna är lägre. Med en växande omsättning bör InCoax bli mer konkurrenskraftiga i sina upphandlingar framöver och därmed återvända till bruttomarginaler strax över 50%.

Personalkostnader och övriga externa kostnader blev ca 19,3 MSEK under kv4 2023. Det var avsevärt mer än våra estimat om ca 14,9 MSEK. De höga omkostnaderna för InCoax under kv4 2023 beror till stor del på arbete kopplat till samarbetsavtalet med Nokia, vilket innebär att personalkostnader täcker Nokias globala kundbas av operatörer. Denna kundbas kommer InCoax nu att få snabb tillgång till utan att behöva göra en stor egen marknadsinvestering.

Intäkts/Kostnadstalet (inklusive inköp av handelsvaror) blev 0,69 ggr för kv4 2023 jämfört med vår prognos om 0,83 ggr.

Kv2 2021-kv4 2023: InCoax nettoomsättning, (MSEK) och bruttomarginal (%)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Kassaflödet från rörelsen blev positivt i kv4 2023, ca 5,2 MSEK. Likvida medel ökade från 9,8 MSEK den 30 september 2023 till 15,0 MSEK den 31 december 2023. Ett lån på ca 5 MSEK togs upp under kv4 2023. Under kv1 2024 förstärks Bolagets kassa med 52,6 MSEK före emissionskostnader från företrädesemissionen som tecknades till 123 procent.

Investment case, prognoser och värdering

Efter flera år av produktutveckling har InCoax 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. Som grundplatta har InCoax ett växande samarbete med Google Fiber i USA. Under 2023 fick Bolaget en order på hemmanätverk från en Tier 1-operatör i USA. I början av december 2023 slöt InCoax ett samförståndsavtal med Nokia, där InCoax kommer in med sin fibernätverks extension-lösning mot Nokias teleoperatörskunder globalt.

Hög förväntad tillväxt med global närvaro

InCoax erbjuder telekomoperatörer och fibernätägare kostnadseffektiva lösningar och produkter för ett snabbt bredband baserat på MoCA Access. Denna industristandard är mer etablerad i Nordamerika än i Europa. Med Bolagets systemerbjudande kan kunder nå 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.

De flesta operatörer som InCoax adresserar som potentiella kunder opererar GPON och XGS-PON-nätverk. Det är fiberutbyggnaden i PON-baserade nätverk som InCoax löser med sin vidareutvecklade mjukvara där D2501 var den första. PON står för 80–90% av världsmarknaden inom detta område.

Kundanpassat system öppnar upp för partnersamarbeten

InCoax erbjudande består av en hårdvarulösning med övervakningsmjukvara. Systemet har öppna gränssnitt och följer de kommunikationsstandarder som alla större operatörer använder, vilket möjliggör för nätoperatörer att använda befintlig mjukvara och driftstödssystem. InCoax kommer att ha sitt system integrerat med Nokias övervakningsmjukvara Altiplano, vilket används av många stora operatörer. Vanligtvis generar kunder återkommande intäktsflöden när nät byggs ut och nya fastigheter ansluts över tid.

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 65% under perioden 2021–2026.
- Antalet möjliga kunder inom operatörssegmentet är stort. Det gäller framför allt i Nordamerika där Bolagets teknik är väletablerad.
- Långsiktigt prognostiserar vi med en stigande lönsamhet för Bolaget till 54% bruttomarginal från och med 2025.
- I USA beslutade kongressen 2021 att 65 miljarder USD skulle satsas på utbyggnad av fibernätverk. Bredbandsoperatörerna i USA har börjat ta fram projekt inom bostadsområden med låginkomst-hushåll. President Biden har ytterligare bidrag till fiberutbyggnad som ett vallöfte inför sin omvalskampanj under 2024.
- Med MoCA Access från InCoax kan kunderna effektivt implementera bredbandslösningar med en hög prestanda och till ett konkurrenskraftigt pris.
- Avtalet med Nokia har potential att driva en betydligt högre försäljning för 2025 och framåt.

Nya kunder i Nordamerika och Europa

Kundanpassat system öppnar upp för partnersamarbeten

Under 2020 fick InCoax ett genombrott i USA med en Fiber/LAN-operatör (Tier 2), Google Fiber, som kund. Hittills har InCoax installerat i ett tiotal städer i USA. InCoax har erhållit beställningar från Google Fiber på mer än 100 MSEK sedan oktober 2022. InCoax räknar med fortsatta beställningar från Google Fiber.

Viktig lösning för utvecklingen av fibernätverk

Det finns idag flera hundra mindre Fiber-LAN-operatörer i Nordamerika som bygger ut sina fibernät i en relativt hög takt. I USA har fiberförlängning över koaxial blivit en mer accepterad lösning för installation de sista hundra metrarna in i fastigheterna. Även i Europa fortsätter utbyggnaden av fibernät (FTTB) speciellt i Tyskland och Storbritannien.

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. Tier 1-operatören har flera gånger skjutit upp sitt investeringsbeslut avseende Access-lösning, senast under kv3 2023 till en obestämd tidpunkt. Detta bedöms delvis bero på konjunkturen, där flera teleoperatörer har dragit ned på personal och minskat på övriga kostnader. Det potentiella värdet av en order till en Tier 1-operatör är väsentligt större (ca faktor tio ggr) än en Fiber/LAN-operatör av Tier 2-storlek.

InCoax lanserade under kv4 2022 två adapterprodukter för hemma-nätverk, H101 och H251. Detta öppnar upp en ny marknad för försäljning till operatörer i ett växande segment. Inträdeströsklarna och marginalerna inom detta segment är lägre än leveranser av acesslösningar till operatörer. En av Bolagets operatörskunder har planer på att bygga ut sitt nätverk till fyra miljoner hushåll i USA. InCoax fick en order på 14 MSEK på hemmanätverk till en Tier 1-operatör i september 2023.

I mitten på 2010-talet lanserade systemleverantörerna en accessteknologi kallad G.Fast. Med denna kan bredbandskunder få ett snabbt bredband på upp till 1 Gbps över korta avstånd på 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 existerande koaxialnät fram till bredbandsroutern. Även marknaden för enfamiljshus bjuder på en affärsmöjlighet för InCoax då kunderna ofta efterfrågar ett fast hemmanätverk.

Antaganden och prognoser

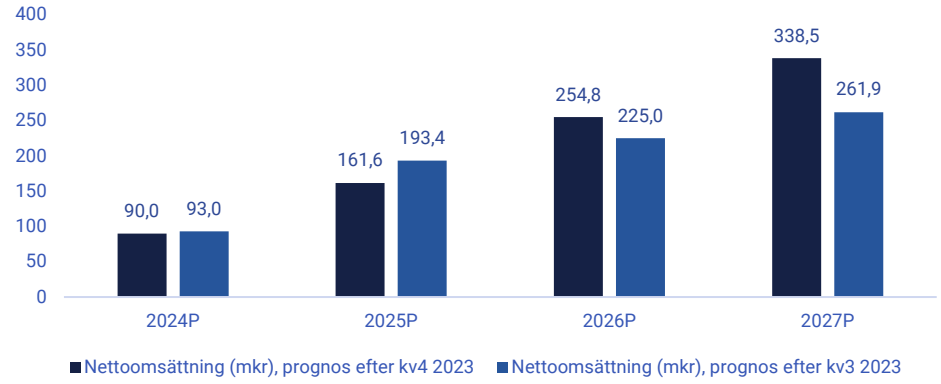
Förändrade nettoomsättnings-prognoser

Vi förändrar våra nettoomsättnings-prognoser 2024–2027 enligt övre graf nedan, där vi jämför med våra tidigare prognoser från 6 november 2023 (efter bolagets kv3 2023-rapport).

Lönsamhetsprognoser

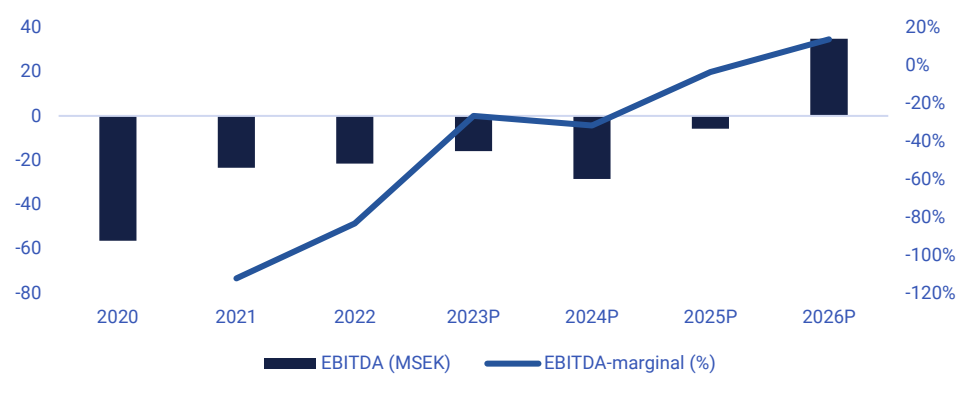
InCoax har fortfarande relativt låga intäkter och begränsade inköpsvolymer. I takt med ökade volymer bör inköpspriserna bli bättre då InCoax förhandlingsläge mot leverantörer stärks. Vi justerar våra bruttomarginalantaganden för InCoax till 50 procent för 2024 samt till 54 procent för 2024–2028.

Reviderade prognoser (MSEK) Nettoomsättning 2024–2027



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Utfall och prognos på EBITDA och EBITDA-marginal 2020-2026P



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Motiverat värde om 3,04 SEK 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 16,4%. I bas-scenariot beräknar vi ett aktievärde om cirka 329 MSEK.

Det motiverade värdet per aktie i InCoax ökar med våra nya prognoser till 3,04 SEK per aktie i Bas-scenariot jämfört med 2,73 SEK per aktie i vår Mrkt BUZZ från den 19 december 2023 där vi justerade våra prognoser med hänsyn till det nyligen ingångna avtalet med Nokia samt den då nyligen beslutade företrädesemissionen.

Sammanställning av nyckeltal i värdering, basscenario

DCF värdering		Disk.ränta prognosperiod		Antaganden	
Nuvärde kassaflöde (UFCF)	24,5	Riskfri ränta, prognostiserad period	2,3%	CAGR, 2021-2026P	64,9%
Nuvärde, evighetsvärde (TV)	289,6	Marknadsriskpremie	6,1%	EBITDA-marginal, 2025P	26,2%
Rörelsevärde (EV)	**314,1**	Småbolagspremie	3,5%	EBIT-marginal, 2025P	26,5%
		Beta	1,2x	Exit EBIT-multipel (TV)	4,9
Kassa per 31 dec 2023	15,0	**Avkastningskrav, EK**	**13,3%**	Skattesats	20,6%
Räntebärande skuld	0,0			Bolagsspec. tillägg	30% av Re
Aktievärde	**329,1**	Skattejust. Kreditränta	7,0%		
		Belåningsgrad	0,0%	Implicita värderingsmult.	
Befintligt antal aktier	72,1			EV/Sales, 2024P	3,2x
Nya aktier efter emissioner	36,1	WACC	13,3%	EV/EBITDA, 2024P	n.m.
Antalet aktier efter emissioner	108,2	Bolagsspec. Tillägg	3,0%	EV/S, 2024P	3,4x
				P/E, 2024P	n.m.
Värde per aktie I ett basscenario	**3,04**	**Disk. ränta**	**16,4%**		

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Implicita värderingsmultiplar, basscenario

Multipel	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
P/S	25,7x	8,7x	6,4x	4,2x	2,7x	1,3x	1,1x
P/E	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	7,1x	5,3x
EV/Sales	83,7x	15,2x	12,2x	5,3x	2,8x	1,3x	1,0x
EV/EBITDA	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	5,6x	4,0x

Källa: Carlsquare prognoser

Vi antar att intäkterna i Bear-scenariot blir 95% av Bas-scenariot 2024, 90% av Bas-scenario 2025, 80% av Bas-scenariot 2026 och 2027 samt 75% av Bas-scenariot 2028. Givet dessa antaganden får vi en riktkurs om 1,18 SEK per aktie i Bear-scenariot (tidigare 1,15 SEK).

I Bull-scenariot antar vi att intäkterna ökar med 5% jämfört med Bas-scenariot 2024, med 25% av Bas-scenariot 2025, med 35% av Bas-scenariot 2026, med 60% av Bas-scenariot 2027 och samt med 100 procent jämfört med Bas-scenariot 2028. I Bull-scenariot blir leveranserna så stora att InCoax behöver anlita en underentreprenör. Detta Bull-case väger in möjliga direktleveranser till en Tier1-operatör i USA. Bruttomarginalen antas i Bull-scenariot sjunka till 45% 2025 och 40% 2026–2028. Vidare antar vi att investeringarna för InCoax skulle öka med 10% jämfört med Bas-scenariot 2025–2028 givet så pass mycket högre beställningsvolymer. Vi får då en riktkurs på 6,70 SEK per aktie jämfört med tidigare 9,09 SEK per aktie.

Risker och utmaningar

InCoax verkar inom en sektor med en omfattande konkurrens, vilket kan leda till prispressade produkter och tjänster. Det är en bransch med snabba teknologiska förändringar med risker med produktanpassning och leveransstörningar.

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.

Behov av en ökad närvaro i Nordamerika

Då USA visat sig bli InCoax viktigaste marknad ökar behovet för Bolaget att hitta en stark samarbetspartner i Nordamerika. Detta för att kunna vara på plats snabbt och ofta ute hos operatörerna och andra beställare. Samarbetsavtalet med Nokia gör att dessa behov kommer att uppfyllas i stor utsträckning från och med 2024.

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 finns en risk att alternativa tekniska lösningar tas fram av andra aktörer och sedan vinner terräng. Därför behöver InCoax fortsätta att investera i produktutveckling.

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 produktanpassa och systemintegrera inför leverans. Det ökar kostnaderna och innebär en risk för fördröjning samt att det inte fungerar tillfredsställande.

Leverantörsrisker

För att kunna leverera InCoax produkter till kunder är Bolaget beroende av leveranser av chipset från en större leverantör, med risk för leveransstörningar.

Beroende av nyckelpersoner

Relativt få nyckelpersoner inom InCoax sitter på 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 för bolagets del.

Kapitalbehov

InCoax Networks har sedan 2017 haft huvudägare som varit positivt inställda till en expansiv strategi. Nu ökar intäkterna snabbare än vi har räknat med, samtidigt som expansionen kostar i form av ökad rörelsekapitalbindning. Under kv1 2024 genomfördes framgångsrikt en företrädesemission som ger ett tillskott på drygt 50 MSEK. Bolaget lånade ca 5 MSEK under kv4 2023.

Räkenskaper och nyckeltal

Resultaträkning per kvartal (MSEK) 2023-2024P

	kv1 2023	kv2 2023	kv3 2023	kv4 2023	kv1 2024P	kv2 2024P	kv3 2024P	kv4 2024P
Nettoomsättning	12,9	9,3	14,7	22,7	18,4	24,0	21,6	26,0
Aktiverade utvecklingskostnader	5,8	4,3	4,3	4,9	2,0	1,5	1,5	1,7
Övriga rörelseintäkter	0,0	0,1	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	**18,6**	**13,7**	**19,3**	**27,5**	**20,4**	**25,5**	**23,1**	**27,7**
Kostnad sålda vara	-4,8	-3,9	-6,4	-13,5	-9,2	-12,0	-10,8	-13,0
Bruttovinst	**8,1**	**5,4**	**8,4**	**9,2**	**9,2**	**12,0**	**10,8**	**13,0**
Övriga externa kostnader	-9,7	-8,6	-7,7	-11,2	-10,2	-9,0	-8,1	-11,7
Personalkostnader	-6,6	-7,8	-6,9	-8,1	-9,0	-10,0	-11,0	-11,2
Avskrivningar	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3
Övriga kostnader	-0,5	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa övriga kostnader	-16,9	-16,0	-14,8	-19,5	-19,4	-19,3	-19,3	-23,2
Rörelseresultat	**-3,1**	**-6,3**	**-1,8**	**-5,5**	**-8,2**	**-5,8**	**-7,0**	**-8,5**
Finansnetto	-0,1	-0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0
Resultat efter finansnetto	**-3,2**	**-6,5**	**-1,9**	**-5,4**	**-8,1**	**-5,7**	**-7,0**	**-8,5**
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resultat efter skatt	**-3,2**	**-6,5**	**-1,9**	**-5,4**	**-8,1**	**-5,7**	**-7,0**	**-8,5**

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Resultaträkning (MSEK) 2021-2026P

Resultaträkning (miljoner kronor)	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Försäljning tjänster	2,2	2,4	14,7	22,5	43,7	72,0
Försäljning varor	18,7	23,5	44,9	67,5	117,9	182,8
Övrigt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktiverade utvecklingskostnader	16,2	24,4	19,2	6,7	3,4	1,7
Övriga rörelseintäkter	1,3	1,7	0,3	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	**38,4**	**52,1**	**79,1**	**96,7**	**165,0**	**256,5**
Kostnad sålda vara	-11,8	-13,7	-28,6	-45,0	-74,3	-117,2
Bruttovinst	**26,6**	**38,4**	**50,5**	**51,7**	**90,6**	**139,3**
Övriga externa kostnader	0,0	0,0	-37,2	-39,0	-49,3	-53,3
Personalkostnader	-19,4	-24,1	-29,4	-41,2	-47,2	-51,1
Lokaler och marknadsföring	-3,7	-5,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Data/tele	-0,7	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Redovisning/revision	-1,3	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Avskrivningar	-0,9	-0,7	-0,9	-1,1	-1,3	-1,5
Övriga kostnader	-25,0	-28,9	0,1	0,0	0,0	0,0
Summa övriga kostnader	-50,9	-60,7	-67,2	-81,3	-97,7	-105,9
Rörelseresultat	**-24,3**	**-22,3**	**-16,7**	**-29,6**	**-7,1**	**33,4**
Finansnetto	-0,2	-0,5	-0,2	0,2	0,0	0,3
Resultat efter finansnetto	**-24,5**	**-22,8**	**-16,9**	**-29,4**	**-7,1**	**33,6**
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-5,0
Resultat efter skatt	**-24,5**	**-22,8**	**-16,9**	**-29,4**	**-7,1**	**28,6**

Tillväxt	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Nettoomsättning	452%	24%	130%	51%	80%	58%
Totala intäkter	198%	36%	52%	22%	71%	55%
Avskrivningar	-18%	-18%	21%	26%	22%	19%
Rörelseresultat	-58%	-8%	-25%	77%	n.m.	n.m.
Resultat efter finansnetto	-58%	-7%	-26%	74%	n.m.	n.m.
Resultat efter skatt	-58%	-7%	-26%	74%	n.m.	n.m.

Marginaler	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
EBITDA-marginal	neg.	neg.	neg.	-32%	-4%	14%
EBIT-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	-4%	13%
Res. efter finansnetto-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	-4%	13%
Nettovinstmarginal	neg.	neg.	neg.	neg.	-4%	11%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Balansräkning (MSEK) 2021-2026P

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Tecknat med inte inbetalt aktiekapital	22,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anläggningstillgångar	25,2	48,9	69,1	93,2	110,1	125,8
Varulager	9,2	9,5	26,5	30,9	31,4	36,8
Kortfristiga fordringar	15,6	29,0	4,3	6,2	6,4	8,7
Likvida medel	11,7	36,3	15,0	21,6	12,9	20,1
Summa Omsättningstillgångar	36,5	74,8	45,9	58,7	50,8	65,7
SUMMA TILLGÅNGAR	**84,4**	**123,8**	**114,9**	**151,9**	**160,9**	**191,4**
Eget Kapital	62,0	96,3	79,6	101,2	94,0	122,6
Långfristiga skulder	3,2	4,1	3,5	3,5	3,5	3,5
Kortfristiga skulder	19,2	23,4	31,8	47,2	63,3	65,3
Summa skulder	22,4	27,5	35,3	50,7	66,9	68,8
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	**84,4**	**123,8**	**114,9**	**151,9**	**160,9**	**191,4**

Likviditet	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Balanslikviditet	130%	165%	97%	79%	60%	70%
Likviditetsgrad	191%	320%	144%	124%	80%	101%
Kassa/kortfristiga skulder	61%	155%	47%	46%	20%	31%

Soliditet	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Nettoskuld (+)/Nettokassa (-)	8,4	32,1	11,4	18,1	9,4	16,6
Nettokassa/EBIT	0,3x	1,4x	0,7x	0,6x	1,3x	-0,5x
Nettokassa/EK	14%	33%	14%	18%	10%	14%
Skuld/EK	5%	4%	4%	4%	4%	3%
Soliditet	73%	78%	69%	67%	58%	64%

Lönsamhet	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Avkastning på eget kapital	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	30%
Avkastning på totalt kapital	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	21%
Avkastning på investerat kapital	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	34%

Källa: Bolagsinformation Carlsquare prognoser

Kassaflöde (MSEK) 2021-2026P

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Den löpande verksamheten						
Kassaflöde från den löpande verksamheten	-22,3	-9,9	-10,5	-35,0	-9,2	28,4
Ökning (-)/minskning (+) av varulager och fordringar	-8,4	-13,7	7,7	-6,2	-0,8	-7,6
Minskning (-)/ökning (+) av rörelseskulder	2,5	-5,1	-7,8	15,4	16,2	1,9
Investeringar	-16,2	-24,4	-21,0	-18,5	-14,8	-15,5
Periodens kassaflöde efter förändr. rörelsekapital	-44,4	-53,1	-31,6	-44,3	-8,7	7,2
Nyemissioner, netto efter omkostnader	62,1	57,7	0,0	50,9	0,0	0,0
Amortering (-)/upptagande av lån +)	-22,9	20,0	10,3	0,0	0,0	0,0
Utdelning till aktieägarna	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kassaflöde från finansieringsverksamheten	39,2	77,7	10,3	50,9	0,0	0,0
Periodens kassaflöde	**-5,2**	**24,6**	**-21,3**	**6,6**	**-8,7**	**7,2**
Likvida medel vid årets början	16,8	11,7	36,3	15,0	21,6	12,9
Likvida medel vid periodens slut	**11,7**	**36,3**	**15,0**	**21,6**	**12,9**	**20,1**
Nyckeltal	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Kassaflöde, löp. verk/nettoomsättning	-1,1x	-0,4x	-0,2x	-0,4x	-0,1x	0,1x
Kassaflöde, löp. verk/tillgångar	-0,26x	-0,08x	-0,09x	-0,23x	-0,06x	0,15x

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 bland annat 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 och Christopher Solbakke äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.