

## Uppdatering: Kv1 2024

### INCOAX NETWORKS AB

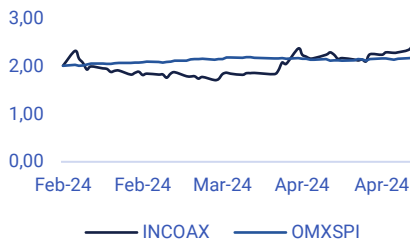
InCoax erbjuder telekomoperatörer och fibernätägare kostnadseffektiva lösningar och produkter för ett snabbt bredband baserat på MoCA Access, vilket är en industristandard i USA. Med bolagets systemerbjudande uppnås samma prestanda som Fiber/LAN-lösningar genom att utnyttja koaxialkablar i fastigheter.

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

Bloomberg: INCOAX.SS  
Reuters Eikon: INCOAX.ST  
Lista: Nasdaq First North

Aktiekurs, senast: 2,69 kronor  
Marknadsvärde: 291 MSEK

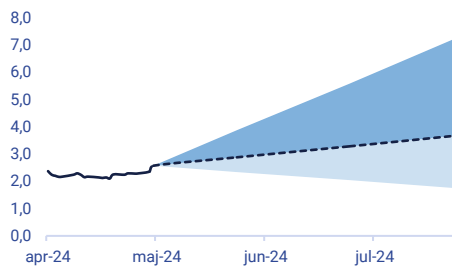
### AKTIEKURSUTVECKLING



	12M	YTD	6M	1M
Utveckling (%)	25,7	69,9	26,3	13,5

Källa: S&P CapitalIQ

### VÄRDERINGSINTERVALL



	BEAR	BAS	BULL
Pris per aktie (kr)	1,74	3,65	7,38
Upp-/nedsida (%)	-35,3	35,7	174,4

### CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Bertil Nilsson  
Senior Equity Analyst

Christopher Solbakke  
Equity Analyst

## Stark inledning på 2024

InCoax Networks AB ("InCoax" eller "Bolaget") redovisade intäkter som var 67% högre under kv1 2024 jämfört med våra estimat före rapporten. Samtidigt steg bruttomarginalen till 57% mot av oss väntade 50%. Vi höjer våra intäkts-estimat med knappt 1% för 2024 och sedan med ca 12% 2025 och 2026 då Nokia-avtalet bör ge mer effekt på intäkterna. Givet dessa förutsättningar ökar vår rikt Kurs i Basscenariot till 3,65 SEK/aktie (3,04).

### Rekordsättning under kv1 2024

InCoax levererade en nettoomsättning på 30,8 MSEK under kv1 2024, vilket översteg våra prognoser med 67%. Varulagret minskade med ca 12 MSEK från 31 december 2023 till 31 mars 2024, vilket förklarar en del av den oväntat höga faktureringen under kv1 2024. Med detta sagt var denna rapport från InCoax ett styrkebesked där lönsamheten förbättrades, dels genom att bruttomarginalen steg från väntade 50% till 57%.

Även den tidigare snabba ökningstakten i personal- och övriga externa kostnader under andra halvåret 2023 bröts under kv1 2024. Denna kostnadsökning har i stor utsträckning varit kopplad till systemintegrationsarbetet med Nokia. Detta samarbete gör att InCoax kommer att få leverera sin fiber extension-lösning mot Nokias globala operatörskunder sannolikt i större omfattning från och med 2025.

Ordergången var liksom tidigare 26 MSEK under januari och februari 2024 till Google Fiber. Till det kommer affärsmöjligheter för InCoax främst i USA på en marknad som växer snabbt. Tillväxten stöds 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 rikt Kurs 3,65 SEK per aktie i Basscenariot

Vi höjer våra intäkts-estimat för InCoax med ca 1% för helåret 2024, med ca 12% 2025 och 2026 samt med ca 4% 2027. Vi räknar med att InCoax varaktigt höjer sin lönsamhet till 54% bruttomarginal från och med kv1 2025 och resten av prognosperioden.

Bolaget hade en kassa på ca 48 MSEK per 31 mars 2024 efter att den fyllts på med en företrädesemission i februari 2024 som uppskattningsvis gav knappt 51 MSEK netto efter omkostnader. Det operativa kassaflödet var svagt negativt i kv1 2024 (ca minus 0,95 MSEK). Vi räknar med en ganska snabb lönsamhetsförbättring under 2025 och 2026.

Det motiverade värdet per aktie i InCoax ökar med våra nya prognoser till 3,65 SEK i basscenariot, motsvarande en kurspotential på ca 36%. Det motiverade värdet per aktie varierar från 1,74 SEK per aktie i Bearsenariot till 7,38 SEK per aktie i Bullsce nariot.

### Finansiella nyckeltal (MSEK)

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Totala intäkter	38,4	52,1	79,1	109,4	198,9	303,0
Nettoomsättning	20,9	25,9	59,6	90,6	181,2	285,0
EBITDA	-23,5	-21,6	-15,9	-9,8	25,1	74,0
EBIT	-24,3	-22,3	-16,7	-10,8	23,9	72,5
Resultat efter finansnetto	-24,5	-22,8	-16,9	-10,9	23,9	73,1
Årets resultat	-24,5	-22,8	-16,9	-10,9	21,5	62,1
EBITDA-marginal, %	neg.	neg.	neg.	neg.	14%	26%
EBIT-marginal, %	neg.	neg.	neg.	neg.	13%	25%
Nettovinstmarginal, %	neg.	neg.	neg.	neg.	12%	22%
Vinst per aktie (kr)	-0,60	-0,51	-0,23	-0,10	0,20	0,57
P/E	neg.	neg.	neg.	neg.	13,5x	4,7x
EV/Intäkter	13,0	3,0	1,7	1,1	0,6	0,4
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	neg.	4,7	119,1
P/EK	4,5x	1,2x	1,4x	1,0x	0,8x	0,7x
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 2024

InCoax redovisade ett starkt första kvartal av 2024 med en nettoomsättning på 30,8 MSEK med en bruttomarginal på 57% och ett intäkts/kostnads-tal på 0,93 ggr. Lägg därtill att InCoax har kvar en del order till Google Fiber som väntas faktureras ut under kv2 2024 samt att produktsamordningen med Nokia är klar så att nya stora telekomoperatörer kan börja bearbetas under resten av 2024.

### Mycket stark intäktsstillväxt och nästan break-even i första kvartalet

Nettoomsättningen på 30,8 MSEK i kv1 2024 översteg vår prognos om 18,4 MSEK med 67% (!)

InCoax fick order på totalt 26 MSEK under januari och februari 2024 av FIBER/LAN-operatören Google Fiber i USA. InCoax har en plan för leverans av dessa order till Google Fiber under första halvåret 2024, varav en relativt stor del förefaller ingå i intäkts-siffrorna för kv1 2024. Varulagret minskade från 26,5 MSEK per 31 december 2023 till 14,3 MSEK den 31 mars 2024.

Produktsamordningen med Nokia har avancerat under kv1 2024 så att en ny gemensam lösning kan erbjudas mot Nokias telekomoperatörskunder. Det arbete som har gjorts handlar bland annat om integration av InCoax systemlösning med Nokias managementsystem Altiplano™.

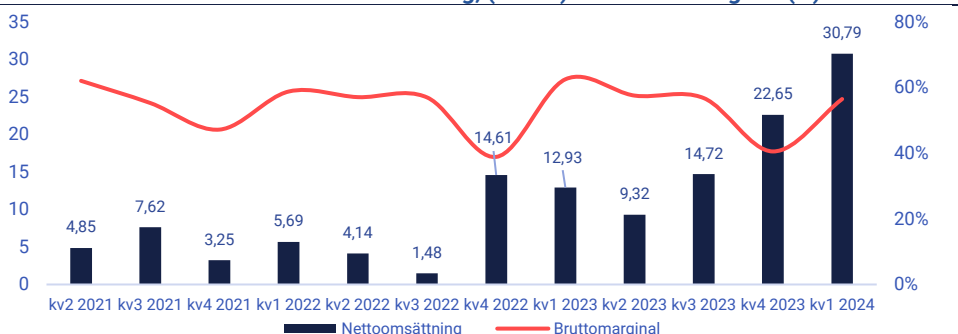
Bruttomarginalen på InCoax högre försäljning under kv1 2024 förbättrades till 57%, mot vårt estimat om 50%.

Personalkostnader och övriga externa kostnader blev endast ca 2% högre än våra estimat, trots den högre omsättningen och även integrationsarbetet med Nokia som har medfört högre personalkostnader.

Intäkts/Kostnadstalet (inklusive inköp av handelsvaror) förbättrades till 0,93 ggr för kv1 2024 jämfört med vår prognos om 0,65 ggr. InCoax redovisade ett positivt resultat efter att ha aktiverat ca 5,5 MSEK i utvecklingskostnader som intäkter.

Bolagets kassa uppgick till ca 48 MSEK per 31 mars 2024. Likviditeten har förstärkts med en nyemission på ca 52,6 MSEK som genomfördes under februari 2024. Det operativa kassaflödet var negativt under kv1 2024, ca minus 950 TSEK.

#### Kv2 2021-kv1 2024: InCoax nettoomsättning, (MSEK) och bruttomarginal (%)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

# 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 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 samt 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 börjar nu få sitt system integrerat med Nokias övervakningsmjukvara Altiplano, vilket används av många stora operatörer. Vanligtvis genererar 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 ca 69% under perioden 2021–2026.
- Antalet möjliga kunder inom operatörssegmentet är stort. Det gäller framför allt i Nordamerika där Bolagets teknik är väletablerad.
- Vi prognosticerar med en 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 från och med 2025.

## 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 accesslösningar 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 och diskuterar kring nya beställningar under 2024.

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 koaxial-nät fram till bredbandsroutern. Även marknaden för enfamiljshus bjuder på en affärsmöjlighet för InCoax då kunderna ofta efterfrågar ett fast hemmanätverk.

## Antaganden och prognoser

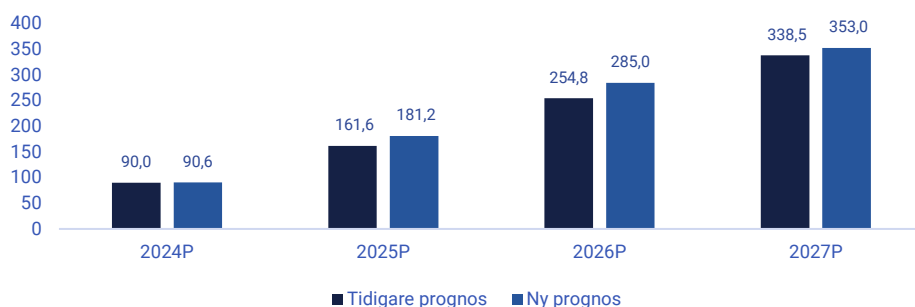
### Förändrade nettoomsättnings-prognoser

Vi ändrar våra nettoomsättnings-prognoser 2024–2027 enligt övre graf nedan, där vi jämför med våra prognoser från 11 mars 2024 (efter bolagets kv4 2023-rapport).

### Lönsamhetsprognoser

InCoax har fortfarande relativt låga intäkter och begränsade inköpsvolym. I takt med ökade volymer bör inköpspriserna bli bättre då InCoax förhandlingsläge mot leverantörer stärks. Vi antar att bruttomarginalen kommer att fluktuera mellan 50% och 52% under kv2-kv4 2024 och räknar sedan med 54% bruttomarginal för 2025–2028.

### Reviderade prognoser (MSEK) Nettoomsättning 2024–2027



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

### EBITDA (MSEK) och marginal 2020-2026P



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

## Motiverat värde om 3,65 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 16,0%. I basscenariot beräknar vi ett aktievärde om cirka 346 MSEK.

Det motiverade värdet per aktie i InCoax ökar med våra nya prognoser till 3,65 SEK per aktie i Basscenariot jämfört med 3,04 SEK per aktie i vår analysuppdatering från den 11 maj 2024 efter kv4 2023-rapporten.

### Sammanställning av nyckeltal i värdering, basscenario

DCF värdering		Disk.ränta prognosperiod		Antaganden	
Nuvärde kassaflöde (UFCF)	39,9	Riskfri ränta, prognostiserad period	2,3%	CAGR, 2021-2026P	68,6%
Nuvärde, restvärde (TV)	306,4	Marknadsriskpremie	6,1%	EBITDA-marginal, 2025P	27,4%
<b>Rörelsevärde (EV)</b>	<b>346,3</b>	Småbolagspremie	3,3%	EBIT-marginal, 2025P	27,7%
		Beta	1,2x	Exit EBIT-multipel (TV)	5,0
Kassa per 31 dec 2023	48,4	<b>Avkastningskrav, EK</b>	<b>13,0%</b>	Skattesats	20,6%
Räntebärande skuld	0,0			Bolagsspecifikt tillägg	30% av Re
<b>Aktievärde</b>	<b>394,7</b>	Skattejust. Kreditränta	7,0%	<b>Implicita värderingsmult.</b>	
		Belåningsgrad	0,0%	EV/Sales, 2024P	3,2x
Befintligt antal aktier	72,1	WACC	13,0%	EV/EBITDA, 2024P	n.m.
Nya aktier efter emissioner	36,1	Bolagsspecifikt Tillägg	3,0%	EV/S, 2024P	3,6x
Antalet aktier efter emissioner	108,2			P/E, 2024P	n.m.
<b>Värde per aktie i ett basscenario</b>	<b>3,65</b>	<b>Disk. ränta</b>	<b>16,0%</b>		

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

### Implicita värderingsmultiplar, basscenario

Multipel	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
P/S	30,6x	10,3x	7,6x	5,0x	3,6x	2,0x	1,3x
P/E	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	18,4x	6,4x
EV/Sales	91,4x	16,6x	13,4x	5,8x	3,8x	1,9x	1,2x
EV/EBITDA	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	13,8x	4,7x

Källa: Carlsquare prognoser

Vi antar att intäkterna i Bearsценariot blir 95% av Basscenariot 2024, 85% av Basscenariot 2025, 80% av Basscenariot 2026 och 2027 samt 75% av Basscenariot 2028. Givet dessa antaganden får vi en riktkurs om 1,74 SEK per aktie i Bearsценariot (1,18).

I Bullsценariot antar vi att intäkterna ökar med 5% jämfört med Basscenariot 2024, med 25% av Basscenariot 2025, med 35% av Basscenariot 2026, med 60% av Basscenariot 2027 och samt med 80% jämfört med Basscenariot 2028. I Bullsценariot blir leveranserna så stora att InCoax behöver anlita en underentreprenör. Detta Bullcase väger in möjliga direktleveranser till en Tier1-operatör i USA. Bruttomarginalen antas i Bullsценariot sjunka till 45% 2025 och 40% 2026–2028. Vidare antar vi att investeringarna för InCoax skulle öka med 10% jämfört med Basscenariot 2025–2028 givet så pass mycket högre beställningsvolym. Vi får då ett motiverat värde på 7,38 SEK (6,70) i bullsценariot.

## Risker och utmaningar

InCoax verkar inom en sektor med en omfattande konkurrens, vilket kan leda till prispresade produkter och tjänster. Det är en bransch med snabba teknologiska förändringar med risker kopplade till 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 har behovet för Bolaget ökat att hitta en stark samarbetspartner i Nordamerika. Detta för att kunna vara på plats snabbt och ofta ute hos operatörerna och andra beställare. Samarbetet med Nokia gör att detta kommer att kunna 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 produkthanpassa och systemintegrera inför leverans. Det ökar kostnaderna och innebär en risk för fördröjning samt att tekniken inte fungerar tillfredsställande.

### Leverantörsrisker

För att kunna leverera InCoax produkter till kunder är Bolaget beroende av leveranser av chipset från en större leverantör, vilket medför en 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 gav ett tillskott på drygt 50 MSEK.

# Räkenskaper och nyckeltal

## Resultaträkning per kvartal (MSEK) 2023-2024P

	kv1 2023	kv2 2023	kv3 2023	kv4 2023	kv1 2024	kv2 2024P	kv3 2024P	kv4 2024P
Nettoomsättning	12,9	9,3	14,7	22,7	30,8	24,0	16,8	19,0
Aktiverade utvecklingskostnader	5,8	4,3	4,3	4,9	5,5	4,1	3,7	4,4
Övriga rörelseintäkter	0,0	0,1	0,3	0,0	1,2	0,0	0,0	0,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>18,6</b>	<b>13,7</b>	<b>19,3</b>	<b>27,5</b>	<b>37,5</b>	<b>28,1</b>	<b>20,5</b>	<b>23,4</b>
Kostnad sålda vara	-4,8	-3,9	-6,4	-13,5	-13,4	-11,5	-8,4	-9,1
<b>Bruttovinst</b>	<b>8,1</b>	<b>5,4</b>	<b>8,4</b>	<b>9,2</b>	<b>17,4</b>	<b>12,5</b>	<b>8,4</b>	<b>9,9</b>
Övriga externa kostnader	-9,7	-8,6	-7,7	-11,2	-11,3	-9,0	-8,1	-11,7
Personalkostnader	-6,6	-7,8	-6,9	-8,1	-8,3	-9,0	-9,6	-9,8
Avskrivningar	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-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	-19,8	-18,3	-17,9	-21,8
<b>Rörelseresultat</b>	<b>-3,1</b>	<b>-6,3</b>	<b>-1,8</b>	<b>-5,5</b>	<b>4,3</b>	<b>-1,7</b>	<b>-5,9</b>	<b>-7,5</b>
Finansnetto	-0,1	-0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1
<b>Resultat efter finansnetto</b>	<b>-3,2</b>	<b>-6,5</b>	<b>-1,9</b>	<b>-5,4</b>	<b>4,3</b>	<b>-1,8</b>	<b>-5,9</b>	<b>-7,6</b>
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Resultat efter skatt</b>	<b>-3,2</b>	<b>-6,5</b>	<b>-1,9</b>	<b>-5,4</b>	<b>4,3</b>	<b>-1,8</b>	<b>-5,9</b>	<b>-7,6</b>

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	22,6	47,1	77,5
Försäljning varor	18,7	23,5	44,9	67,9	134,1	207,5
Övrigt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktiverade utvecklingskostnader	16,2	24,4	19,2	17,6	17,8	17,9
Övriga rörelseintäkter	1,3	1,7	0,3	1,2	0,0	0,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>38,4</b>	<b>52,1</b>	<b>79,1</b>	<b>109,4</b>	<b>198,9</b>	<b>303,0</b>
Kostnad sålda vara	-11,8	-13,7	-28,6	-42,4	-83,3	-131,1
Bruttovinst	<b>26,6</b>	<b>38,4</b>	<b>50,5</b>	<b>67,0</b>	<b>115,6</b>	<b>171,9</b>
Övriga externa kostnader	0,0	0,0	-37,2	-40,1	-49,3	-53,3
Personalkostnader	-19,4	-24,1	-29,4	-36,7	-41,2	-44,6
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	-1,0	-1,2	-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	-77,8	-91,7	-99,4
<b>Rörelseresultat</b>	<b>-24,3</b>	<b>-22,3</b>	<b>-16,7</b>	<b>-10,8</b>	<b>23,9</b>	<b>72,5</b>
Finansnetto	-0,2	-0,5	-0,2	-0,1	-0,1	0,6
<b>Resultat efter finansnetto</b>	<b>-24,5</b>	<b>-22,8</b>	<b>-16,9</b>	<b>-10,9</b>	<b>23,9</b>	<b>73,1</b>
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	-2,4	-11,0
<b>Resultat efter skatt</b>	<b>-24,5</b>	<b>-22,8</b>	<b>-16,9</b>	<b>-10,9</b>	<b>21,5</b>	<b>62,1</b>
<b>Tillväxt</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>
Nettoomsättning	452%	24%	130%	52%	100%	57%
Totala intäkter	198%	36%	52%	38%	82%	52%
Avskrivningar	-18%	-18%	21%	19%	22%	19%
Rörelseresultat	-58%	-8%	-25%	-35%	n.m.	203%
Resultat efter finansnetto	-58%	-7%	-26%	-35%	n.m.	206%
Resultat efter skatt	-58%	-7%	-26%	-35%	n.m.	189%
<b>Marginaler</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>
EBITDA-marginal	neg.	neg.	neg.	-11%	14%	26%
EBIT-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	13%	25%
Res. efter finansnetto-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	13%	26%
Nettovinstmarginal	neg.	neg.	neg.	neg.	12%	22%

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	100,2	132,8	166,1
Varulager	9,2	9,5	26,5	3,8	3,7	10,8
Kortfristiga fordringar	15,6	29,0	4,3	24,5	24,5	27,5
Likvida medel	11,7	36,3	15,0	21,1	9,0	26,1
Summa Omsättningstillgångar	36,5	74,8	45,9	49,5	37,1	64,4
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>84,4</b>	<b>123,8</b>	<b>114,9</b>	<b>149,7</b>	<b>169,9</b>	<b>230,5</b>
Eget Kapital	62,0	96,3	79,6	118,7	140,2	202,3
Långfristiga skulder	3,2	4,1	3,5	3,4	3,4	3,4
Kortfristiga skulder	19,2	23,4	31,8	27,6	26,3	24,7
Summa skulder	22,4	27,5	35,3	31,0	29,7	28,2
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>84,4</b>	<b>123,8</b>	<b>114,9</b>	<b>149,7</b>	<b>169,9</b>	<b>230,5</b>
<b>Likviditet</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>
Balanslikviditet	130%	165%	97%	103%	107%	155%
Likviditetsgrad	191%	320%	144%	180%	141%	260%
Kassa/kortfristiga skulder	61%	155%	47%	77%	34%	105%
<b>Soliditet</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>
Nettoskuld (+) / Nettokassa (-)	8,4	32,1	11,4	17,7	5,6	22,6
Nettokassa/EBIT	0,3x	1,4x	0,7x	1,6x	-0,2x	-0,3x
Nettokassa/EK	14%	33%	14%	15%	4%	11%
Skuld/EK	5%	4%	4%	3%	2%	2%
Soliditet	73%	78%	69%	79%	83%	88%
<b>Lönsamhet</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>
Avkastning på eget kapital	neg.	neg.	neg.	neg.	18%	44%
Avkastning på totalt kapital	neg.	neg.	neg.	neg.	16%	43%
Avkastning på investerat kapital	neg.	neg.	neg.	neg.	20%	50%

Källa: Bolagsinformation Carlsquare prognoser

## Kassaflöde (MSEK) 2021-2026P

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
<b>Den löpande verksamheten</b>						
Kassaflöde från den löpande verksamheten	-22,3	-9,9	-10,5	-24,5	4,9	45,7
Ökning (-)/minskning (+) av varulager och fordringar	-8,4	-13,7	7,7	5,8	0,2	-10,2
Minskning (-)/ökning (+) av rörelseskulder	2,5	-5,1	-7,8	4,9	-1,3	-1,5
Investeringar	-16,2	-24,4	-21,0	-20,1	-16,0	-16,8
<b>Periodens kassaflöde efter förändring i rörelsekapital</b>	<b>-44,4</b>	<b>-53,1</b>	<b>-31,6</b>	<b>-33,8</b>	<b>-12,1</b>	<b>17,1</b>
<b>Nyemissioner, netto efter omkostnader</b>						
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	-11,0	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	39,9	0,0	0,0
<b>Periodens kassaflöde</b>	<b>-5,2</b>	<b>24,6</b>	<b>-21,3</b>	<b>6,1</b>	<b>-12,1</b>	<b>17,1</b>
Likvida medel vid årets början	16,8	11,7	36,3	15,0	21,1	9,0
<b>Likvida medel vid periodens slut</b>	<b>11,7</b>	<b>36,3</b>	<b>15,0</b>	<b>21,1</b>	<b>9,0</b>	<b>26,1</b>
<b>Nyckeltal</b>						
Kassaflöde, löp. verk/nettoomsättning	-1,1x	-0,4x	-0,2x	-0,3x	0,0x	0,2x
Kassaflöde, löp. verk/tillgångar	-0,26x	-0,08x	-0,09x	-0,16x	0,03x	0,20x

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 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.