

Uppdatering: Kv1 2022

INCOAX NETWORKS AB

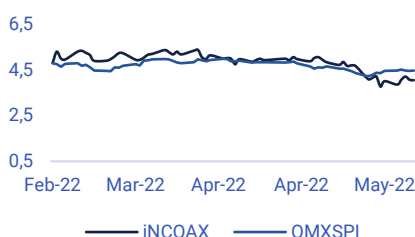
VD: Jörgen Ekengren
 SO: Peter Agardh
 www.incoax.com

Bloomberg: INCOAX.SS
 Reuters Eikon: INCOAX.ST

Lista: Nasdaq First North

Aktie, senast: 4,01 kronor
 Marknadsvärde: 165 MSEK

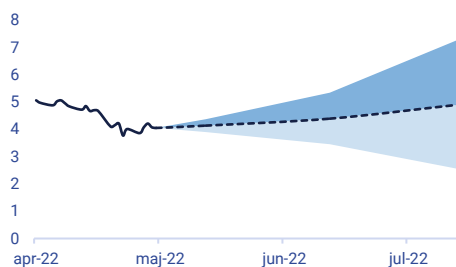
AKTIEKURSUTVECKLING



	12M	YTD	6M	1M
Utveckling (%)	-18,0	-44,2	-35,0	-19,3

Källa: Refinitiv Eikon

VÄRDERINGSINTERVALL



	BEAR	BAS	BULL
Pris per aktie (kr)	2,55	4,90	7,28
Upp-/nedsida (%)	-36,4	22,2	81,5

Källa: Carlsquare

CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Bertil Nilsson
 Senior Equity Analyst

Fredrik Nilsson
 Associate Equity Analyst

Lars Johansen
 Senior Advisor

Beställningarna från USA-operatören fortsätter

Order från Google Fiber i USA fortsätter att utvecklas väl för InCoax del. Däremot är utfallet vad gäller Tier1-operatören fortfarande osäkert. Vi reviderar ned våra intäcks- och resultatprognoser för perioden 2022–2024 baserat bland annat på ett lägre intäcksutfall än väntat i kv1 2022. Riktkursen sjunker till 4,90 kronor per aktie (tidigare 6,83 kronor) i Bas-scenariot.

Ett första kvartal något lägre än väntat på intäkter- men bra order

InCoax levererade ett starkare kv1/2022 efter ett svagare kv4/2021. Bolagets intäkter på 5,7 miljoner kronor understeg dock vår prognos om 7,2 miljoner kronor. Men orderingen från Fiber/LAN-operatören i USA (Google Fiber) är fortsatt god, fyra miljoner kronor under kv1 och ytterligare tre miljoner kronor under perioden 1 april-17 maj 2022.

Bruttomarginalen blev oväntat stark i kv1/2022, 59 procent, jämfört med vår prognos om 52 procent bruttomarginal. Vi räknar i våra prognoser att bolaget successivt ska arbeta sig upp till 60 procent bruttomarginal i kv1 2023, vilket är väsentligt för den framtida intjäningsförmågan.

Upphandlingen hos Tier 1-operatören i USA utgör fortfarande en betydelsefull möjlighet för InCoax del, där ledningen guidar för att ett besked ska komma senast omkring halvårsskiftet 2022. Kundens potentiella investeringsbehov anges till 1,5 miljarder kronor, vilket vi tror kan fördelas på ca 1 miljon abonnenter ggr 1500 kronor i investering per abonnent. Några intäkter från Tier 1-operatör under 2022 ingår dock inte i våra prognoser för InCoax och inte heller i bolagets egna estimat.

Fler nya kunder förutsättning för prognos om dubblade intäkter

InCoax genomför tester med sin nya D2501-lösning mot tre operatörer samt med Google Fiber. Företagsledningen lade i januari 2022 en prognos om dubblade intäkter helåret 2022 jämfört 2021 och ytterligare 50% intäktstillväxt under 2023 jämfört med 2022. Den nuvarande Fiber/LAN-kunden bedöms stå för drygt hälften av InCoax intäkter under helåret 2022, jämfört med 100% under 2021.

Nedreviderade prognoser för 2022 och 2023 sänker riktkurs

Vi sänker våra helårsprognoser för bolagets nettoomsättning från 47,3 till 40,7 miljoner 2022, från 76,9 miljoner kronor till 66,0 miljoner kronor 2023 och från 108,7 miljoner kronor till 100,6 miljoner kronor 2024. Resultateffekten av varje extra intäktskrona bedöms ligga omkring 40 procent. Prognosnedrevideringarna baserar sig på utfallet i kv1 2022 jämfört med våra prognoser samt vad vi bedömer som en ökad osäkerhet om när leveranser till nya kunder vid sidan av Google Fiber kan ske. Som en följd av det minskar vår riktkurs i Bas-scenariot minskar från 6,83 kronor till 4,90 kronor. Denna riktkurs varierar baserat på en kassaflödesvärdering från 2,55 kronor per aktie i ett Bear-scenario (tidigare 4,10 kronor) till 7,28 kronor i ett Bull-scenario (tidigare 9,74 kronor per aktie).

Finansiella nyckeltal (MSEK)

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Totala intäkter (MSEK)	3,3	12,9	38,4	59,5	77,6	108,9
Nettoomsättning (MSEK)	2,8	3,8	20,9	40,7	66,0	100,6
EBITDA (MSEK)	-64,6	-56,4	-23,5	-18,7	-6,6	12,2
EBIT (MSEK)	-65,1	-57,4	-24,3	-19,8	-9,1	8,7
Res. efter finansnetto (MSEK)	-65,8	-57,8	-24,5	-20,2	-10,0	7,8
Årets resultat (MSEK)	-65,8	-57,8	-24,5	-20,2	-10,0	6,0
EBITDA-marginal, %	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	12%
EBIT-marginal, %	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	9%
Nettovinstmarginal, %	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	6%
Vinst kronor per aktie	-5,29	-2,81	-0,60	-0,48	-0,20	0,12
P/E	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	34,6x
EV/Intäkter	25,6	40,3	13,0	4,5	3,2	2,1
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	17,5
P/EK	2,5x	6,8x	4,5x	3,0x	2,9x	2,7x
Utdelning (kronor 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 2022

InCoax nådde en nettoomsättning på 5,69 miljoner kronor i kv1/2022, vilket var 21 procent lägre än vår prognos. Å andra sidan fick InCoax ytterligare en följdorder på 3 miljoner kronor från USA-operatören efter rapportperioden.

Order från och leveranser till USA-operatören fortsätter som väntat

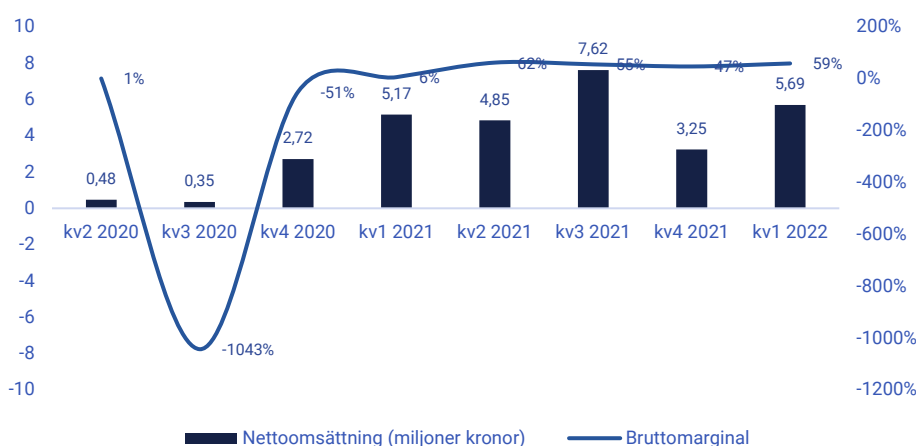
Nettoomsättningen blev 5,69 miljoner kronor, vilket understeg våra förväntningar om 7,21 miljoner kronor. Denna nettoomsättning är angiven före aktiverade utvecklingskostnader och övriga rörelseintäkter.

InCoax nådde en bruttomarginal i förhållande till nettoomsättningen på 59 procent. Det är en mycket bra nivå, där riktmärket är att bruttomarginalen ska överstiga 50 procent.

Resultatet efter finansnetto om minus 6,33 miljoner kronor avvek endast marginellt från vår prognos på minus 6,55 miljoner kronor. Förklaringen är främst högre aktiverade utvecklingskostnader, medan övriga kostnadsposter totalt sett överensstämde väl med våra bedömningar.

Under kv1 2022 fick InCoax två följdordrar på 2 ggr 2 miljoner kronor med den USA-baserade Fiber-LAN-operatören som nu bekräftas vara Google Fiber. InCoax ingick ett Master Purchase Agreement med Google Fiber under fjärde kvartalet 2022. Under perioden 1 april-17 maj 2022 fick InCoax ytterligare en order värd 3 miljoner kronor från Google Fiber.

Kv2 2020-kv1 2022: Nettoomsättning, (MSEK) och bruttomarginal (%)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Nyheter under perioden 1 januari-17 maj 2022:

En sammanfattning av de viktigaste händelserna under det första kvartalet samt 1 april-17 maj 2022:

- Försäljningen till bolagets Tier 2-kund (Fiber/LAN-operatör i USA) som är Google Fiber fortsätter att utvecklas väl. Bolaget fick två ordrar på totalt 4 miljoner kronor under första kvartalet samt ytterligare en order värd 3 miljoner kronor under perioden 1 april-17 maj 2022.
- InCoax lanserade sin DPU (Distribution Point Unit) D2501 under hösten 2021. Fälttester genomförs nu med denna dels av Google Fiber, dels av en operatör inom EU. Under maj 2022 inleds fälttester med ytterligare två potentiella kunder på D2501.
- En upphandling i konkurrens genomförs för den Tier1-operatör i USA där InCoax tidigare har genomfört labb- och fälttester. Resultat av upphandlingen som berör Tier1-operatörens XGS PON och GPON-nätverk väntas presenteras framför halvårsskiftet 2022. Skulle InCoax vinna denna upphandling lär fakturering och leverans skötas via en tredje part. Det kan ske antingen som en licensiering eller där InCoax utses till underleverantör till kundens huvudleverantör på området. InCoax anger denna kunds investeringsbehov till 1,5 miljarder kronor under en två- till tre-årsperiod. Vi bedömer att denna stora summa kan brytas ned i 1 miljon möjliga abonnenter för uppgradering multiplicerat med 1500 kronor i investeringsbehov per abonnent. Vi tror att denna Tier 1-operatör är Lumen Technologies.
- Vid sidan av USA bearbetar InCoax några kommunala och regionala fiberstadsnätverk i Tyskland samt ett par operatörer inom övriga EU.
- Komponentbristen och transportutmaningarna inom industrin bedöms komma att minska något framöver. I första hand är det biltillverkare och andra delar av industrin som kommer att prioriteras när halvledare börjar levereras igen i större skala. InCoax har dock kunnat leverera så mycket som de har velat under första kvartalet 2022.

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 och gör en upphandling under kv2 2022. Bolaget för också diskussioner med andra medelstora operatörer i Nordamerika samt några kommunala stadsfibernetverk i Tyskland och 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 jämfört med Europa. Med bolagets systemerbjudande kan kunder uppnå samma prestanda som Fiber/LAN-lösningar genom att utnyttja befintliga koaxialkablar i flerfamiljsfastigheter, hotell och vårdanläggningar till en lägre kostnad och med en snabbare implementation.

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 i på Investment-caset i InCoax.

- Vi förväntar oss en CAGR på nettoomsättning om 126% under perioden 2020–2025 drivet av en starkare efterfrågan på bolagets fokusmarknader.
- Antalet möjliga kunder inom operatörssegmentet är stort, framför allt i Nordamerika där bolagets underliggande teknik är väl etablerad.
- Under kv2 och kv3 2021 lyckades InCoax redovisa en bra bruttomarginal, som sedan blev något sämre i kv4 2021. I kv1 2022 förbättrades åter bruttomarginalen till 59 procent. Långsiktigt prognostiserar vi med en stigande lönsamhet för bolagets del upp mot 60% bruttomarginal från och med kv1 2023.
- I USA beslutade kongressen under 2021 att 65 miljarder USD ska satsas på utbyggnad av fibernetverk – en satsning som kan komma att gynna InCoax.
- Bolaget erbjuder en produkt till ett konkurrenskraftigt pris och med en hög prestanda: Med MoCA Access från InCoax kan kunderna på ett effektivt sätt 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. Som tidigare nämnts erhöll InCoax order från Google Fiber värda 7 miljoner kronor under perioden 1 januari-17 maj 2022.

Viktig lösning för utvecklingen av fibernätverk till flerfamiljsfastigheter

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 fiber blivit en alltmer accepterad lösning för installation de sista hundra metrarna in i fastigheterna. Även i Europa fortsätter utbyggnaden av fibernät i snabb takt, speciellt i Tyskland och Storbritannien. Men även operatörer i andra länder i Europa kan bli nya kunder till InCoax. Bolagets lösning kan komma att spela en viktig roll i utvecklingen av FTTB nätverk till flerfamiljsfastigheter (MDU) i dessa länder.

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. Besked väntas under andra kvartalet 2022 vem eller vilka företag som vunnit den upphandling som följde efter att Tier 1-operatörens produkt definierats och validerats. 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.

De tre stora operatörerna i Nordamerika är A&T, Verizon och Lumen Technologies. InCoax har kontakt med samtliga dessa tre stora aktörer. Dessa försöker i olika utsträckning utmana kabeloperatörerna som har en dominerande ställning för ett snabbt bredband till privatpersoner och mindre företag i Nordamerika.

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 parkablar eller koaxialkablar. G. fast-accesser i nät-lösningen är begränsad till följd av 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 begränsad. 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 fibernät framför allt till England och Tyskland.

Utmanande konkurrens men betydande potential vid försäljningssamarbeten

Det sker en snabb teknologiutveckling i sektorn. Samtidigt är det relativt långa utvecklingstider och speciellt då det skall tas fram nya chip-set. Det innebär att det finns en viss tröghet i förändringarna 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.

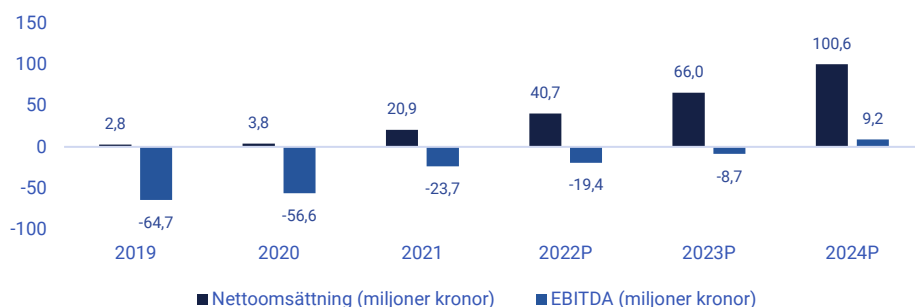
Intäktsprognoser

Vi sänker våra prognoser för InCoax nettoomsättning från åren 2022–2024. Sänkningen sker från 47,3 till 40,7 miljoner kronor 2022, från 76,9 till 66,0 miljoner kronor 2023 samt från 108,7 till 100,6 miljoner kronor 2024. Nedrevideringen sker mot bakgrund av det lägre intäktsutfallet än väntat i kv1 2022 samt en ökad osäkerhet om nya affärer utöver den redan befintliga med Google Fiber, en kund som stod för 100% av InCoax nettoomsättning under 2021.

Lönsamhetsprognoser

InCoax bruttomarginal ökade till 59% i kv1 2022 vilket vi ser som ett gott tecken. Lönsamheten efter kostnad såld vara är mycket viktigt för intjäningsförmågan i takt med att volymerna skalas upp. Vi höjer vårt bruttomarginalantagande från 54% till 55% i kv2 2022. Vi behåller våra tidigare prognoser om 56% bruttomarginal i kv3 2022 och 58% bruttomarginal i kv4 2022. Från och med kv1 2023 och resten av prognosperioden (till och med kv4 2024) antar vi att InCoax når 60% bruttomarginal på sina intäkter. Samtidigt räknar vi med att den stora posten övriga kostnader (främst konsultkostnader) successivt reduceras fram till prognosperiodens slut i kv4 2024.

Nettoomsättning och EBITDA 2019-2024P (MSEK)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Motiverat värde om 4,90 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 16,8 procent. I bas-scenariot beräknar vi ett aktievärde om cirka 255 miljoner kronor, vilket kan jämföras med dagens börsvärde på 167 miljoner kronor. Däremellan ligger 40 miljoner kronor i ytterligare antagna kapitaltillskott till bolaget som ingår i de 255 miljoner kronorna. Motiverat värde per aktie beräknas till 4,90 kronor för de kommande 6–12 månaderna. Det ger en kurspotential på 22 procent givet dagens aktiekurs. Det kan jämföras med 6,83 kronor per aktie som blev vår riktkurs i Bas-scenariot vid vår senaste uppdatering den 30 mars 2022. Den lägre riktkursen förklaras av nedjusterade intäkter för prognosperioden 2022–2024 samt högre diskonteringsränta.

Finansiella nyckeltal (MSEK)

DCF värdering		Disk.ränta prognosperiod		Antaganden	
Nuvärde kassaflöde (UFCF)	-21,5	Risikfri ränta, prognostiserad period	1,7%	CAGR, 2020-2025	126,5%
Nuvärde, evighetsvärde (TV)	251,2	Marknadsriskpremie	6,7%	EBITDA-marginal, 2025	35,5%
Rörelsevärde (EV)	229,7	Småbolagspremie	4,0%	EBIT-marginal, 2025	37,2%
		Beta	1,1x	Exit EBIT-multipel (TV)	6,0
Kassa	25,0	Avkastningskrav, EK	13,4%	Skattesats	20,6%
Räntebärande skuld	0,0			Bolagsspec. tillägg	30% av Re
Aktievärde	254,7	Skattejust. Kreditränta	7,0%	<u>Implicita värderingsmult.</u>	
		Belåningsgrad	0,0%	EV/Sales, 2022P	3,9x
Befintligt antal aktier	41,1	WACC	13,4%	EV/EBITDA, 2022P	n.m.
Nya aktier efter emissioner	10,8	Bolagsspec. Tillgägg	3,3%	EV/S, 2022P	4,3x
Antalet aktier efter emissioner	52,0			P/E, 2022P	n.m.
Värde per aktie i ett basscenario	4,90	Disk.ränta	16,8%		

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Genom att anta att intäkterna i Bear-scenariot blir 90 procent av Bas-scenariot år 2023, 80 procent 2024 och 70 procent 2025 samt givet 60 procent bruttomarginal på intäktsdifferensen får vi en riktkurs om 2,55 kronor per aktie i Bear-scenariot (tidigare 4,10 kronor).

På motsvarande sätt antar vi att intäkterna i Bull-scenariot når 110 procent av Bas-scenariots år 2023, 120 procent 2024 och 130 procent 2025. Givet 60 procent bruttomarginal på de ökade intäkterna får vi en riktkurs om 7,28 kronor per aktie i Bull-scenariot (tidigare 9,74 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 till forskning- och utveckling. Den omfattande konkurrensen kan medföra prispress på levererade produkter och tjänster.

Många konkurrenter som ofta är finansiella starkare än InCoax

Snabba teknologiska förändringar

Den bransch där InCoax verkar, bredbandsuppkoppling över koaxiala nätverk globalt, kännetecknas av snabba teknologiska förändringar genom uppgradering av befintliga tekniker som DOCSIS, G. fast och Fiber-till-hemmet. Risker är påtagliga 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 fått kontakt med och gjort provleveranser till har högt ställda krav på att systemen ska fungera med de nya produkterna installerade. InCoax behöver produktpassa och systemintegrera i samband med leveranser och installationer: Det ökar bolagets kostnader och innebär en risk för att det kan ta tid och/eller eventuellt inte fungera tillfredsställande i den nya miljön.

De nya operatörskunderna 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. Idag är MaxLinear InCoax enda leverantör inom detta viktiga område.

MaxLinear Inc. i USA är InCoax är enda leverantör av chipset

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. Det kan också bli utmanande att hitta ersättare med motsvarande kunskap och kontaktnät.

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. InCoax har skaffat sig möjlighet att avropa ett bryggån på 10 miljoner kronor som löper med 8% årlig ränta om det skulle utnyttjas. Detta bryggån ger handlingsfrihet att genomföra affärer. Vi räknar ändå med att bolaget kommer att behöva göra nyemissioner på 20 miljoner kronor 2022 och ytterligare 20 miljoner kronor 2023. Nyemissioner innebär en risk att aktiekursen pressas, speciellt om ett antal garantier behöver involveras.

Bryggån på 10 miljoner kronor ger handlingsfrihet

Räkenskaper och nyckeltal

Resultaträkning, kvartalsbasis (MSEK)

	kv1 2021	kv2 2021	kv3 2021	kv4 2021	kv1 2022	kv2 2022P	kv3 2022P	kv4 2022P
Nettoomsättning	5,2	4,9	7,6	3,2	5,7	10,4	13,1	11,5
Aktiverade utvecklingskostnader	4,8	4,1	3,4	3,9	5,2	4,2	3,4	3,0
Övriga rörelseintäkter	0,0	0,2	0,4	0,8	0,6	1,0	0,6	0,8
Totala intäkter	10,0	9,1	11,4	7,9	11,6	15,6	17,1	15,3
Kostnad såld vara	-4,9	-1,8	-3,4	-1,7	-2,3	-4,7	-5,8	-4,8
Bruttovinst	0,3	3,0	4,2	1,5	3,3	5,7	7,3	6,7
Lokalkostnader	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Personalkostnader	-3,4	-5,9	-4,8	-5,4	-6,0	-6,3	-6,4	-6,3
Marknadsföringskostnader	-0,5	-0,4	-0,3	-1,3	-1,1	-1,1	-1,2	-1,2
Avskrivningar	-0,1	-0,1	-0,2	-0,4	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3
Övriga kostnader	-7,9	-6,3	-6,2	-6,6	-7,9	-7,5	-7,2	-6,9
Summa övriga kostnader	-12,2	-13,0	-11,7	-14,0	-15,5	-15,5	-15,5	-15,1
Rörelseresultat	-7,1	-5,7	-3,7	-7,8	-6,3	-4,6	-4,2	-4,6
Finansnetto	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,2	0,0	-0,2
Resultat efter finansnetto	-7,1	-5,8	-3,7	-7,9	-6,3	-4,8	-4,2	-4,9
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resultat efter skatt	-7,1	-5,8	-3,7	-7,9	-6,3	-4,8	-4,2	-4,9

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Resultaträkning (MSEK)

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Försäljning tjänster	1,5	0,1	2,2	4,4	8,0	13,5
Försäljning varor	1,3	3,7	18,7	36,3	58,1	87,1
Övrigt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktiverade utvecklingskostnader	0,0	7,2	16,2	15,8	7,1	2,5
Övriga rörelseintäkter	0,5	1,9	1,3	2,9	4,4	5,7
Totala intäkter	3,3	12,9	38,4	59,5	77,6	108,9
Kostnad sålda vara	-3,0	-9,1	-11,8	-17,6	-26,4	-40,3
Bruttovinst	0,3	3,8	26,6	41,8	51,1	68,6
Lokalkostnader	-1,4	-1,4	-1,2	-1,3	-1,3	-1,4
Personalkostnader	-25,4	-28,3	-19,4	-25,1	-26,3	-28,0
Marknadsföringskostnader	-6,9	-6,0	-2,5	-4,7	-5,1	-5,7
Data/tele	-0,4	-0,8	-0,7	-0,4	-0,4	-0,4
Redovisning/revision	-1,3	-2,1	-1,3	-3,2	-3,4	-3,6
Avskrivningar	-0,6	-1,1	-0,9	-1,0	-2,5	-3,5
Övriga kostnader	-29,3	-21,7	-25,0	-26,0	-21,2	-17,3
Summa övriga kostnader	-65,4	-61,2	-50,9	-61,6	-60,2	-59,9
Rörelseresultat	-65,1	-57,4	-24,3	-19,8	-9,1	8,7
Finansnetto	-0,7	-0,4	-0,2	-0,5	-0,9	-0,9
Resultat efter finansnetto	-65,8	-57,8	-24,5	-20,2	-10,0	7,8
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,8
Resultat efter skatt	-65,8	-57,8	-24,5	-20,2	-10,0	6,0
Tillväxt	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Nettoomsättning	89%	35%	452%	95%	62%	52%
Totala intäkter	103%	292%	198%	55%	30%	40%
Avskrivningar	-67%	91%	-18%	22%	137%	41%
Rörelseresultat	33%	-12%	-58%	-19%	-54%	-196%
Resultat efter finansnetto	33%	-12%	-58%	-17%	-51%	-178%
Resultat efter skatt	33%	-12%	-58%	-17%	-51%	-160%
Marginaler	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
EBITDA-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	11%
EBIT-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	9%
Res. efter finansnetto-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	8%
Nettovinstmarginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	6%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Balansräkning (MSEK)

	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	54,2	68,0	69,9
Varulager	16,3	11,4	9,2	12,3	16,9	23,9
Kortfristiga fordringar	6,0	5,1	15,6	15,0	17,0	20,0
Likvida medel	29,5	16,8	11,7	15,4	8,3	7,4
Summa Omsättningstillgångar	51,8	33,3	36,5	42,7	42,1	51,3
SUMMA TILLGÅNGAR	53,5	43,2	84,4	96,8	110,2	121,2
Eget Kapital	39,8	24,6	62,0	61,7	71,7	77,8
Långfristiga skulder	0,0	3,2	3,2	13,2	13,2	13,2
Kortfristiga skulder	13,7	15,3	19,2	21,9	25,2	30,2
Summa skulder	13,7	18,6	22,4	35,1	38,4	43,5
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	53,5	43,2	84,4	96,8	110,2	121,2
Likviditet	2 019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Balanslikviditet	163%	108%	130%	125%	134%	145%
Likviditetsgrad	378%	217%	191%	195%	167%	170%
Kassa/kortfristiga skulder	215%	110%	61%	70%	33%	24%
Soliditet	2 019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Nettoskuld (+)/Nettokassa (-)	29,5	13,6	8,4	2,2	-5,0	-5,9
Nettokassa/EBIT	0,5x	0,2x	0,3x	0,1x	-0,5x	0,7x
Nettokassa/EK	74%	55%	14%	4%	-7%	-8%
Skuld/EK	0%	13%	5%	21%	18%	17%
Soliditet	74%	57%	73%	64%	65%	64%
Lönsamhetsmått	2 019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Avkastning på eget kapital	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	8%
Avkastning på totalt kapital	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	8%
Avkastning på investerat kapital	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	10%

Källa: Bolagsinformation Carlsquare prognoser

Kassaflöde (MSEK)

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Den löpande verksamheten						
Kassaflöde från den löpande verksamheten	-72,0	-60,1	-22,3	-25,3	-14,6	7,0
Ökning (-)/minskning (+) av varulager och fordringar	0,0	0,0	-8,4	-4,1	-6,6	-10,1
Minskning (-)/ökning (+) av rörelseskulder	0,0	0,0	2,5	2,0	3,3	5,0
Investeringar	-0,9	-8,4	-16,2	-19,4	-9,2	-2,9
Periodens kassaflöde efter förändr. rörelsekapital	-73,0	-68,5	-44,4	-46,8	-27,1	-0,9
Nyemissioner, netto efter omkostnader						
Amortering (-)/upptagande av lån (+)	0,0	0,0	-22,9	30,6	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	50,6	20,0	0,0
Periodens kassaflöde	21,7	-12,6	-5,2	3,8	-7,1	-0,9
Likvida medel vid årets början	7,7	29,5	16,8	11,7	15,4	8,3
Likvida medel vid periodens slut	29,5	16,8	11,7	15,4	8,3	7,4
Nyckeltal						
Kassaflöde, löp. verk/nettoomsätt.	-25,6x	-15,9x	-1,1x	-0,6x	-0,2x	0,1x
Kassaflöde, löp. verk/tillgångar	-1,3x	-1,39x	-0,26x	-0,26x	-0,13x	0,06x

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