

Uppdatering: Kv4 2021

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: 5,15 kronor
 Marknadsvärde: 212 MSEK

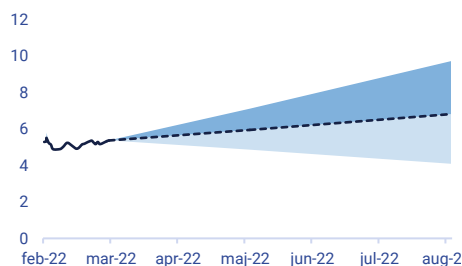
AKTIEKURSUTVECKLING



	12M	YTD	6M	1M
Utveckling (%)	1,9	-28,4	-9,3	-2,8

Källa: Refinitiv Eikon

VÄRDERINGSINTERVALL



	BEAR	BAS	BULL
Pris per aktie (kr)	4,10	6,83	9,74
Upp-/nedsida (%)	-20,4	32,6	89,1

Källa: Carlsquare

CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Bertil Nilsson
 Senior Equity Analyst

Jonatan Andersson
 Equity Analyst

Lars Johansen
 Senior Advisor

Fortsatt orderingsgång- men svagare intäkter i kv4

Fjärde kvartalet 2021 bjöd på väsentligt lägre intäkter än våra prognoser. InCoax behåller sitt tidigare mål om dubblade intäkter 2022 jämfört med 2021 och 50% ökning 2023, men intäktsbasen för 2021 har nu blivit lägre. Vi reviderar ned våra intäktsestimat med 31 procent såväl 2022 som 2023. Riktkursen minskar som en följd av det till 6,83 kronor per aktie i Bas-scenariot (tidigare 9,40 kronor per aktie). Men det erbjuder ändå en kurspotential om 33 procent jämfört med dagens aktiekurs.

Ett svagare fjärde kvartal- men prognos om dubblade intäkter 2022

Efter ett rekordstarkt tredje kvartal 2021 från InCoax, följde ett svagare fjärde kvartal. Nettoomsättningen begränsade sig till 3,25 miljoner kronor, vilket var 65 procent mindre än vi hade trott. Även om ökade aktiverade utvecklingskostnader begränsade resultatfallet något blev resultatet efter finansnetto ändå 52 procent sämre än vår prognos.

Bruttomarginalen vek nedåt till 47 procent i kv4/2021 som en samlad konsekvens av lägre fakturerade volymer och ökade priser på komponenter i bristens spår. Inför 2022 och framåt har vi tidigare målat upp ett scenario med 56–60 procent bruttomarginal för bolaget. Vi reviderar detta scenario marginellt så att bolaget antas nå 60% bruttomarginal först i kv1/2023.

Positivt var att orderingsgången från bolagets Fiber/LAN-operatörskund i USA fortsatte med två order på vardera två miljoner kronor under kv1 2022. Upphandlingen hos Tier 1-operatören i USA utgör fortfarande en betydelsefull möjlighet för InCoax. Det är dock svårt att bedöma omfattningen och timing för detta till följd av de långdragna beslutsprocesser som ofta kännetecknar de större operatörerna.

Diskussioner med operatörer i USA och Europa

Bolaget för diskussioner med fyra nordamerikanska operatörer, några kommunala och regionala fiber-stadsnätverk i Tyskland samt ett par operatörer inom EU-området. Dessa kontakter gör att bolaget lade sina ganska offensiva finansiella mål i januari 2022 med 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.

Prognosnedrevideringar ger lägre riktkurs

Det svaga intäktsutfallet i kv4 2021 ger en lägre intäktsbas helåret 2021. Detta i kombination med bolagets guidning inför 2022–2023 gör att vi sänker våra intäktsestimat med 31 procent både 2022 och 2023 samt med 41 procent 2024.

Följden blir att riktkursen i Bas-scenariot minskar från tidigare 9,40 kronor till nu 6,83 kronor. Riktkursen varierar efter vår revidering från 4,10 kronor per aktie (tidigare 6,27 kronor) i Bear-scenariot till 9,74 kronor per aktie (tidigare 13,06 kronor) i Bull-scenariot. Trots nedrevideringen ser vi 33% kurspotential från dagens aktiekursnivå till vår nya reviderade riktkurs enligt Bas-scenariot.

Finansiella nyckeltal (MSEK)

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Totala intäkter (MSEK)	3,3	12,9	38,4	63,2	86,5	114,9
Nettoomsättning (MSEK)	2,8	3,8	20,9	47,3	76,9	108,7
EBITDA (MSEK)	-64,6	-56,4	-23,5	-12,0	3,2	19,4
EBIT (MSEK)	-65,1	-57,4	-24,3	-14,6	-0,9	14,5
Res. efter finansnetto (MSEK)	-65,8	-57,8	-24,5	-15,3	-1,7	13,7
Årets resultat (MSEK)	-65,8	-57,8	-24,5	-15,3	-2,0	11,3
EBITDA-marginal, %	neg.	neg.	neg.	neg.	4%	18%
EBIT-marginal, %	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	13%
Nettovinstmarginal, %	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	10%
Vinst kronor per aktie	-5,29	-2,81	-0,60	-0,36	-0,04	0,23
P/E	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	22,0x
EV/Intäkter	25,6x	40,3x	13,0x	5,2x	3,4x	2,4x
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	neg.	81,7x	13,1x
P/EK	2,5x	6,8x	4,5x	3,5x	3,1x	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 kv4 2021

InCoax nettoomsättning på 3,95 miljoner kronor i kv4 2021 understeg våra prognoser med 65 procent. Bruttomarginalen hamnade denna gång på 47 procent, där vårt riktmärke ligger strax över 50 procent. Detta nyckeltal är viktigt för bedömning av bolagets framtida intjäningsförmåga. Försäljning mot bolagets Fiber/LAN (Tier 2)-operatör utvecklas mycket väl. Fälttester med Tier 1-operatören i Nordamerika är färdiga. Nu väntar en upphandlingsfas med en stor potential för InCoax, som dock är digital, dvs antingen blir det en stororder- en "etta" eller annars ingenting- en "nolla".

Ett rekordstarkt tredje kvartal följdes av ett svagare fjärde

InCoax Networks fakturerade cirka 3,95 miljoner kronor under kv4 2021. Det kan jämföras med vår prognos om 9,30 miljoner kronor. Därtill kom aktiverade utvecklingskostnader om 3,9 miljoner kronor samt cirka 0,76 miljoner kronor i övriga rörelseintäkter. Vi hade estimerat väsentligt lägre aktiverade utvecklingskostnader (1,5 miljoner kronor) i kv4 2021.

De låga intäkterna i kv4 2021 kan sannolikt delvis förklaras som en säsongseffekt, ungefär som att byggbranschen bygger mindre under den kalla delen på året (kv1 och kv4). Aktiviteten i USA avstannade också ganska abrupt efter Thanksgiving-helgen kring månadsskiftet november-december 2021.

InCoax bruttomarginal landade på 47 procent i kv4 2021 mot 65 procent i kv3 2021. Skillnaden kan sannolikt till stor del förklaras med högre volymer i kv3 och lägre i kv4 2021 (vilket minskade respektive ökade kostnaden per såld enhet). Sedan har även situationen med komponentbrist globalt (t.ex. på halvledare) påverkat negativt med högre priser och pressade marginaler, i vissa fall med ledtider på 12–15 månader som följd. Den situation med komponentbrist som har uppstått lär sannolikt fortsätta att råda under åtminstone första halvåret 2022. Riktmärket i våra prognoser har tidigare varit att InCoax ska nå bruttomarginaler i intervallet 56–60 procent redan under 2022.

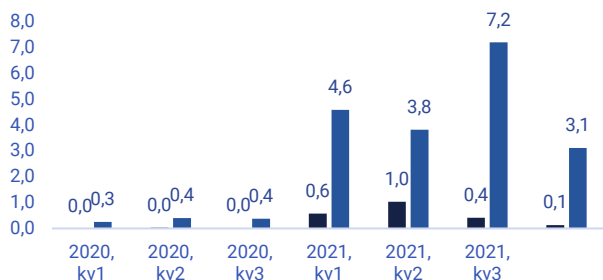
Med den nya produktgenerationen D2501 MoCa access™ DPU som lanserades kommersiellt i september 2021 i USA ska InCoax ha förutsättningar att kunna förbättra sina brutto- och rörelsemarginaler jämfört med äldre produkter.

Bolagets resultat efter finansnetto om minus 7,91 miljoner kronor kan jämföras med vår prognos före rapporten på minus 5,21 miljoner kronor. Att skillnaden inte blev större förklaras främst av högre aktiverade utvecklingskostnader i kv4/2021.

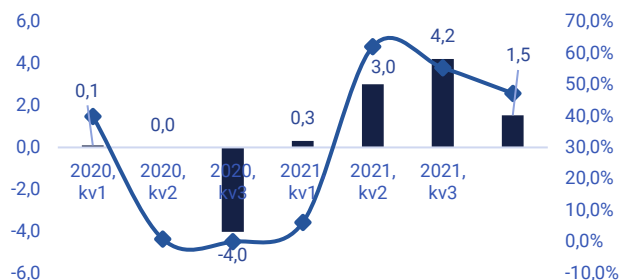
Utfall och Prognos fjärde kvartalet 2021 (MSEK)

	Kv4 2021A	Kv4 2021P	Differens
Nettoomsättning	3,25	9,30	-65%
Aktiverat arbete och övriga intäkter	3,90	1,50	160%
Övriga rörelseintäkter	0,76	0,00	n.m.
Totala intäkter	7,91	10,80	-27%
Kostnad såld vara	-1,71	-4,28	-60%
Personalkostnader	-5,36	-4,85	10%
Övriga kostnader	-8,21	-6,43	28%
Avskrivningar	-0,44	-0,35	25%
Rörelseresultat efter avskrivningar	-7,81	-5,11	53%
Finansnetto	-0,10	-0,10	0%
Resultat efter finansnetto	-7,91	-5,21	-52%
Skatt	0,00	0,00	n.m.
Resultat efter skatt	-7,91	-5,21	-52%
Hänförligt till minoritetsintresse	0,00	0,00	n.m.
Hänförligt till moderbolaget	-7,91	-5,21	-52%
Vinst per stamaktie (kronor)	-0,20	-0,12	-70%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Kv1 2020-kv4 2021: Nettoomsättning, (MSEK)


Källa: Bolagsinformation

Kv1 2020-kv4 2021: Bruttoresultat och bruttomarg. (MSEK)


Källa: Bolagsinformation

Nyheter under perioden 1 oktober 2021–29 mars 2022:

En sammanfattning av de viktigaste händelserna under det fjärde kvartalet 2021 och 1 januari-29 mars 2022:

- Försäljningen till bolagets Tier 2-kund (Fiber/LAN-operatör i USA) fortsätter att utvecklas väl. All nettoomsättning hittills har kommit från denna kund. Följdordrar på 3,6 miljoner kronor erhöles under fjärde kvartalet 2021 och ytterligare 4 miljoner kronor under kv1 2022.
- Under fjärde kvartalet 2021 ingicks ett Master Purchase Agreement med Google Fiber.
- Den 31 december 2021 offentliggjordes att innehavare i bolagets teckningsoptionsprogram hade valt att teckna ca 4,52 miljoner nya aktier i InCoax. Det inbringade 22,6 miljoner kronor i ökad kassa för bolaget under kv1 2022.
- Bolaget bearbetar idag omkring fyra mindre och/eller medelstora operatörskunder i USA vid sidan av Tier 1-operatören som beskrivs nedan.
- Under fjärde kvartalet 2021 avslutade InCoax genomförda labb- och fälttester med en nordamerikansk Tier 1-operatör som opererar XGS PON och GPON-nätverk (10G respektive 2,5G). Kundens nya produkt definierades och fastställdes därefter. En upphandling i konkurrens genomförs därefter med ett resultat som väntas presenteras under andra kvartalet 2022. Skulle InCoax vinna denna upphandling lär fakturering och leverans ombesörjas via en tredje part, antingen som en licensiering eller där InCoax utses till underleverantör till kundens huvudleverantör på området.
- Vid sidan av USA har bolaget börjat bearbeta några kommunala och regionala fiber-stadsnätverk i Tyskland samt ett par operatörer inom övriga EU. Satsningen på Europa vid sidan av USA innebär en breddad marknadsföringsinsats från bolagets sida.

Investment case

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 bredbandstjänster. InCoax har genomfört 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. Bolaget för också diskussioner med andra medelstora operatörer i Nordamerika samt några kommunala stadsfibernetverk i Tyskland plus ytterligare 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.

Med en ny ledning och en utvecklad strategi förväntar vi oss en stark tillväxt över prognosperioden.

De flesta operatörer (potentiella kunder) som InCoax adresserar opererar dock GPON och XGS-PON-nätverk (inklusive Tier 1-operatören i USA där en upphandling just nu pågår). 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 129% under perioden 2020–2025 drivet av en starkare efterfrågan på bolagets fokusmarknader.
- Antalet möjliga kunder inom operatörssegmentet är stort, framförallt 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. Långsiktigt bedömer vi att bolaget kommer att få en allt bättre kontroll över sina kostnader. Något som gör att vi prognostiserar med stigande lönsamhet kommande år.
- 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. En order på 6,4 miljoner kronor erhöles i juni 2021. Hittills har InCoax installerat för denna operatör i nio städer i USA (där en stad tillkom under kv4 2021). Under kv4 2021 erhöles InCoax order värda 3,6 miljoner kronor som spädades med två order på vardera 2 miljoner kronor under kv1 2022.

Viktig lösning för utvecklingen av fibernätverk till flerfamiljsfastigheter

Möjligheterna för bolaget 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 vinner fiberterräng som en 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. 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 upgradera kapaciteten i de Fiber-To-The-Curb nät (FTTC) som idag är baserat på G.fast, ett system som operatören i regel implementerade för sex till sju år sedan. 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 British Telecom, Deutsche Telekom och Vodafone.

De tre stora operatörerna i Nordamerika är A&T, Verizon och Lumen Technologies (före detta Century Link). InCoax har kontakt med samtliga dessa tre stora aktörer. Dessa försöker i olika utsträckning utmana kabeloperatörerna som har en dominerande ställning för 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 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 framförallt i flerfamiljshusområden i USA. I välbärgade villaområden finns det ofta fibernät där nyttan med G.fast är 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 tror vi att InCoax största affärsmöjligheter finns hos Tier-2 operatörer som bygger fibernät inte minst i England och Tyskland.

Tuff konkurrens men betydande potential vid försäljningssamarbeten

Det sker en snabb teknologikutveckling 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 rätt långa övergångsperioder när man ska upgradera. InCoax kan lösa Multi-gabit utbyggnader. Det kan t.ex. 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.

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 69,0 till 47,3 miljoner kronor 2022, från 126,4 till 76,9 miljoner kronor 2023 samt från 182,7 till 108,7 miljoner kronor 2024.

Vi sänker våra intäktsprognoser mot bakgrund av bolagets finansiella mål med en prognos om dubblade intäkter 2022 och 50 procent intäktsökning 2023. Denna lämnades i mitten av januari 2022 men då var inte intäktutfallet för kv4 2021 känt utanför bolagets krets. Intäktsbasen för helåret 2021 har därmed krympt från 26,9 miljoner kronor (vår tidigare prognos) till 20,9 miljoner kronor.

Samtliga intäkter kom under 2021 från bolagets FIBER/LAN-operatörskund i USA. Rimligen kan intäkterna från denna kund växa något från 21 miljoner kronor under helåret 2021, men knappast till mer än säg 25 miljoner kronor 2022 (av totalt ca 40 miljoner kronor i intäkter). Andra kunder ingår alltså i bolagets budget, däremot inte att de ska få någon större order från Tier 1-operatören i Nordamerika.

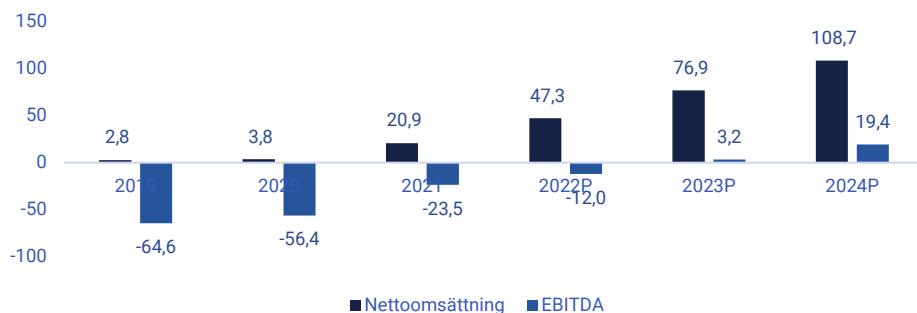
Lönsamhetsprognoser

Bruttomarginalen föll tillbaka till 47 procent i kv4 2021. Vi ser detta som en kombination av lägre intäkter (volym) och högre komponentpriser, vilket båda pressar marginalen.

Vi antar en rätlinjig förbättring av bolagets bruttomarginal till 52% i kv1 2022, 54% i kv2 2022, 56% i kv3 2022 och 58% i kv4 2022 samt 60% från kv1 2023 och framåt resten av prognosperioden (till och med 31 december 2025).

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 6,83 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 16,2 procent. I bas-scenariot beräknar vi ett aktievärde om cirka 329 miljoner kronor, vilket kan jämföras med dagens börsvärde på 221 miljoner kronor. Däremellan ligger 35 miljoner kronor i ytterligare antagna kapitaltillskott till bolaget som ingår i de 329 miljoner kronorna. Motiverat värde per aktie beräknas till 6,83 kronor för de kommande 6–12 månaderna. Det ger en kurspotential på 33 procent givet dagens aktiekurs. Det kan jämföras med 9,40 kronor per aktie som blev vår riktkurs i Bas-scenariot vid den senaste uppdateringen den 7 december 2021. Den lägre riktkursen förklaras av nedjusterade intäkter för prognosperioden 2022–2025 som ger ett större behov av kapitaltillskott.

Potentiell uppsida i basscenariot. är 33 procent Skillnaden mellan Bear- och Bull motsvarar skilda tillväxtförutsättningar för åren 2023–2025.

DCF värdering		Disk.ränta prognosperiod		Antaganden	
Nuvärde kassaflöde (UFCF)	9,4	Risikfri ränta, prognostiserad period	1,2%	CAGR, 2020-2025	129,4%
Nuvärde, evighetsvärde (TV)	289,1	Marknadsriskpremie	6,7%	EBITDA-marginal, 2025	37,4%
Rörelsevärde (EV)	298,5	Småbolagspremie	3,9%	EBIT-marginal, 2025	38,7%
		Beta	1,1x	Exit EBIT-multipel (TV)	6,3
Kassa	34,3	Avkastningskrav, EK	12,9%	Skattesats	20,6%
Räntebärande skuld	-3,2			Bolagsspec. tillägg	30% av Re
Aktievärde	329,5	Skattejust. Kreditränta	7,0%		
		Belåningsgrad	0,0%	<u>Implicita värderingsmult.</u>	
Befintligt antal aktier	36,6			EV/Sales, 2022P	6,0x
Nya aktier efter emissioner	11,7	WACC	12,9%	EV/EBITDA, 2022P	n.m.
Antal aktier efter emissioner	48,3	Bolagsspec.tillägg	3,3%	P/S, 2022P	6,7x
				P/E, 2022P	n.m.
Värde per aktier i ett basscenario	6,83	Disk.ränta	16,2%		

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 4,10 kronor per aktie i Bear-scenariot (tidigare 6,27 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 9,74 kronor per aktie i Bull-scenariot (tidigare 13,06 kronor).

Risker

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 som kännetecknas av en omfattande konkurrens. Det är främst andra typer av teknik som är det främsta alternativet till InCoax lösning. Konkurrenterna är ofta större företag med betydande finansiella resurser till forskning- och utveckling. Konkurrenterna kan också medverka till att prispress uppstår på de tjänster och produkter som levereras i samband med upphandlingar och liknande.

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, vilket medför ett högt kapitalbehov under kommande år.

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 produktanpassa och systemintegrera i samband med leveranser och installationer vilket hittills skett i USA: Det har ökat 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 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 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 personer lämna företaget kan betydande värden försvinna eller minska väsentligt för företaget del. Det kan också bli en utmaning att hitta ersättare med motsvarande kunskap och kontaktnät.

Riskabelt med få personer som har kunskap och kundkontakterna

Kapitalbehov

InCoax Networks har historiskt tagit in betydande nyemissionsbelopp. Bolaget har sedan 2017 haft huvudägare som varit positivt inställda till en expansiv strategi. Vi uppskattar i vårt bas-scenariot att bolaget kommer att behöva ta in ytterligare 20 miljoner kronor under 2022 och 15 miljoner kronor under 2023. Det är inte ovanligt att aktiekursen pressas i samband med nyemissioner i bolag som verkar i utvecklingsintensiva sektorer.

Framtida nyemissioner kan pressa aktiekursen

Räkenskaper och nyckeltal

Resultaträkning, kvartalsbasis (MSEK)

	kv1 2021	kv2 2021	kv3 2021	kv4 2021	kv1 2022P	kv2 2022P	kv3 2022P	kv4 2022P
Nettoomsättning	5,2	4,9	7,6	3,2	7,2	12,0	15,0	13,1
Aktiverade utvecklingskostnader	4,8	4,1	3,4	3,9	3,7	3,5	3,3	3,2
Övriga rörelseintäkter	0,0	0,2	0,4	0,8	0,3	0,5	0,6	0,8
Totala intäkter	10,0	9,1	11,4	7,9	11,2	16,0	18,9	17,1
Kostnad såld vara	-4,9	-1,8	-3,4	-1,7	-3,5	-5,5	-6,6	-5,5
Bruttovinst	0,3	3,0	4,2	1,5	3,7	6,5	8,4	7,6
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	-5,6	-5,8	-5,9	-5,9
Marknadsföringskostnader	-0,5	-0,4	-0,3	-1,3	-1,4	-1,4	-1,5	-1,5
Avskrivningar	-0,1	-0,1	-0,2	-0,4	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7
Övriga kostnader	-7,9	-6,3	-6,2	-6,6	-6,3	-6,1	-5,8	-5,6
Summa övriga kostnader	-12,2	-13,0	-11,7	-14,0	-14,2	-14,3	-14,3	-14,0
Rörelseresultat	-7,1	-5,7	-3,7	-7,8	-6,4	-3,8	-2,0	-2,4
Finansnetto	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2
Resultat efter finansnetto	-7,1	-5,8	-3,7	-7,9	-6,5	-4,0	-2,1	-2,6
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	-6,5	-4,0	-2,1	-2,6

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Resultaträkning (MSEK)

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Försäljning tjänster	1,5	0,1	2,2	6,0	10,8	16,2
Försäljning varor	1,3	3,7	18,7	41,3	66,1	92,5
Övrigt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktiverade utvecklingskostnader	0,0	7,2	16,2	13,8	6,5	2,1
Övriga rörelseintäkter	0,5	1,9	1,3	2,1	3,2	4,1
Totala intäkter	3,3	12,9	38,4	63,2	86,5	114,9
Kostnad sålda vara	-3,0	-9,1	-11,8	-21,1	-30,7	-43,5
Bruttovinst	0,3	3,8	26,6	42,1	55,8	71,4
Lokalkostnader	-1,4	-1,4	-1,2	-1,2	-1,3	-1,3
Personalkostnader	-25,4	-28,3	-19,4	-23,1	-24,6	-26,2
Marknadsföringskostnader	-6,9	-6,0	-2,5	-5,8	-6,3	-6,8
Data/tele	-0,4	-0,8	-0,7	-2,1	-2,3	-2,4
Redovisning/revision	-1,3	-2,1	-1,3	-1,6	-1,7	-1,8
Avskrivningar	-0,6	-1,1	-0,9	-2,7	-4,1	-5,0
Övriga kostnader	-29,3	-21,7	-25,0	-20,1	-16,4	-13,4
Summa övriga kostnader	-65,4	-61,2	-50,9	-56,7	-56,6	-56,9
Rörelseresultat	-65,1	-57,4	-24,3	-14,6	-0,9	14,5
Finansnetto	-0,7	-0,4	-0,2	-0,6	-0,9	-0,8
Resultat efter finansnetto	-65,8	-57,8	-24,5	-15,3	-1,7	13,7
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	-2,4
Resultat efter skatt	-65,8	-57,8	-24,5	-15,3	-2,0	11,3

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Tillväxt						
Nettoomsättning	89%	35%	452%	126%	63%	41%
Totala intäkter	103%	292%	198%	64%	37%	33%
Avskrivningar	-67%	91%	-18%	211%	52%	22%
Rörelseresultat	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Resultat efter finansnetto	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Resultat efter skatt	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Marginaler						
EBITDA-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	4%	17%
EBIT-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	13%
Res. efter finansnetto-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	13%
Nettovinstmarginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	10%

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	72,7	81,7	80,8
Varulager	16,3	11,4	9,2	12,6	17,9	25,6
Kortfristiga fordringar	6,0	5,1	15,6	17,0	19,3	22,6
Likvida medel	29,5	16,8	11,7	11,8	12,0	18,7
Summa Omsättningstillgångar	51,8	33,3	36,5	41,4	49,3	66,9
SUMMA TILLGÅNGAR	53,5	43,2	84,4	114,1	131,0	147,7
Eget Kapital	39,8	24,6	62,0	66,7	79,7	91,0
Långfristiga skulder	0,0	3,2	3,2	25,9	25,9	25,9
Kortfristiga skulder	13,7	15,3	19,2	21,5	25,4	30,8
Summa skulder	13,7	18,6	22,4	47,4	51,2	56,7
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	53,5	43,2	84,4	114,1	131,0	147,7
Likviditet	2 019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Balanslikviditet	163%	108%	130%	137%	147%	156%
Likviditetsgrad	378%	217%	191%	192%	194%	217%
Kassa/kortfristiga skulder	215%	110%	61%	55%	47%	61%
Soliditet	2 019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Nettoskuld (+)/Nettokassa (-)	29,5	13,6	8,4	-14,1	-13,8	-7,1
Nettokassa/EBIT	0,5x	0,2x	0,3x	-1,0x	-16,2x	0,5x
Nettokassa/EK	74%	55%	14%	-21%	-17%	-8%
Skuld/EK	0%	13%	5%	39%	32%	28%
Soliditet	74%	57%	73%	58%	61%	62%
Lönsamhetsmått	2 019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Avkastning på eget kapital	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	14%
Avkastning på totalt kapital	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	11%
Avkastning på investerat kapital	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	14%

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	-26,4	-4,4	14,2
Ökning (-)/minskning (+) av varulager och fordringar	0,0	0,0	-8,4	-4,7	-7,7	-10,9
Minskning (-)/ökning (+) av rörelseskulder	0,0	0,0	2,5	2,4	3,8	5,4
Investeringar	-0,9	-8,4	-16,2	-13,8	-6,5	-2,1
Periodens kassaflöde efter förändr.rörelsekapital	-73,0	-68,5	-44,4	-42,5	-14,8	6,7
Nyemissioner, netto efter omkostnader						
Nyemissioner, netto efter omkostnader	0,0	0,0	62,1	20,0	15,0	0,0
Amortering (-)/upptagande av lån (+)	0,0	0,0	-22,9	22,6	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	42,6	15,0	0,0
Periodens kassaflöde	21,7	-12,6	-5,2	0,1	0,2	6,7
Likvida medel vid årets början	7,7	29,5	16,8	11,7	11,8	12,0
Likvida medel vid periodens slut	29,5	16,8	11,7	11,8	12,0	18,7
Nyckeltal						
Kassaflöde, löp. verk/nettoomsätt.	-25,6x	-15,9x	-1,1x	-0,6x	-0,1x	0,1x
Kassaflöde, löp. verk/tillgångar	-1,3x	-1,39x	-0,26x	-0,23x	-0,03x	0,10x

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