# Q3 bekrefter caset, og marginen kom raskere enn ventet

**Smartoptics leverte USD 34,3m i omsetning i Q3, 80 % mer enn for ett år siden og 11 % over konsensus. EBIT ble USD 7,1m, 60 % over konsensus, fordi opex nesten sto stille mens salget økte 19 % fra Q2. EBIT-marginen var 20,6 %. Ledelsen avviser at kvartalet bare var innhenting etter flyttingen av produksjonen, og sier at ordreboken vokste også i Q3. Den største risikoen er tilgangen på komponenter, som ifølge ledelsen avgjør veksten gjennom 2027. Vi ligger nå 28 % over konsensus på EBIT for 2026. Vi gjentar KJØP med kursmål NOK 71 (25 % oppside), som tilsvarer 24,9x EV/EBITDA neste tolv måneder.**

### Q3 slo konsensus med 60 % på EBIT

Alle tre regioner satte rekord, og selskapet har passert USD 100m i omsetning siste tolv måneder. Veksten kom fra kunder Smartoptics allerede hadde, og de ti største står bare for 31 % av omsetningen.

### Marginen kom fordi opex sto stille

Omsetningen økte med USD 5,4m fra Q2, mens opex økte med USD 0,1m. Opex-andelen falt til 26,0 %, og bruttomarginen var tilbake på 49,5 %. CEO sier at opex ikke skal vokse i takt med salget.

### Komponentene avgjør Q4 og 2027

Etterspørselen er der, men ledelsen vil ikke love normal sesongøkning i Q4. Vi legger til grunn rundt USD 35m, omtrent som Q3, og USD 121m for 2026.

### KJØP, kursmål NOK 71

Gordon-DCF gir NOK 70 og exit-DCF NOK 71. Med Cienas 25x EBITDA for '27e blir verdien NOK 75. Long-haul og 800G-moduler er en oppside som ikke ligger i estimatene.

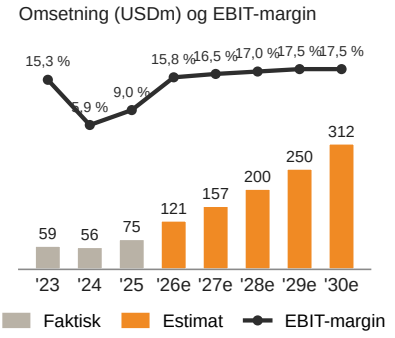
**Kursmål (NOK) 71**
Aksjekurs (NOK) 57,0
Oppside 25 %

**▲ KJØP**
HOLD
SELG

| | |
|---|---|
| Ticker | SMOP NO |
| Sektor | Optisk nettverksutstyr |
| Antall aksjer (m) | 98,0 |
| Markedsverdi (NOKm) | 5 589 |
| Netto gjeld inkl. leasing (NOKm) | (13) |
| Selskapsverdi, EV (NOKm) | 5 576 |
| 52 ukers lav / høy (NOK) | 24,8 / 66,0 |

| Nøkkeltall (USDm) | '26e | '27e | '28e |
|---|---|---|---|
| Omsetning | 121 | 157 | 200 |
| EBITDA | 23,0 | 31,5 | 41,0 |
| EBIT | 19,1 | 26,0 | 34,0 |
| EV/EBIT | 31,4x | 23,1x | 17,7x |
| FCF-yield (EV) | 1,3 % | 2,2 % | 3,4 % |

**Omsetning og EBIT-margin, 2023 til '30e**




Kilde: Smartoptics kvartalsrapporter, OMCG-estimater

OsloMet Capital Group eier 273 aksjer i Smartoptics med reelle midler, kjøpt til snittkurs NOK 46,06. Ved kurs NOK 57 (29.10.2026) er posisjonen verdt NOK 15 561, eller 14,9 % av klubbens fond i Nordnet League, og under 0,001 % av aksjene i selskapet. Dette er en interessekonflikt; se viktig informasjon på siste side.

**Analytikere**

Haris Bera Ucbas
Martin Kaupang Henriksen
Erlend Mykleby
OsloMet Capital Group

# 1. Det sterkeste kvartalet i selskapets historie

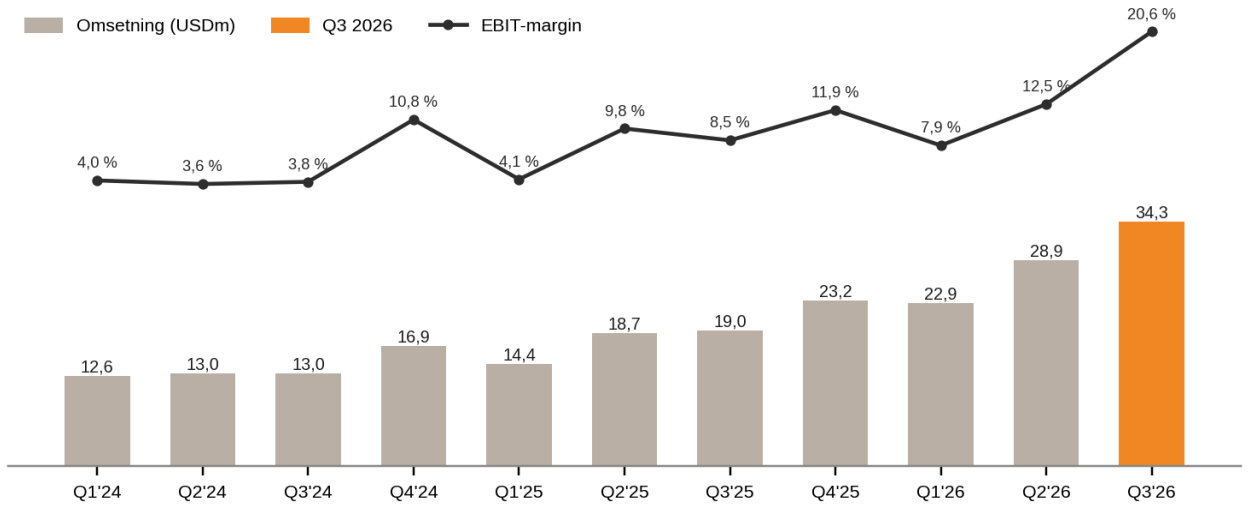
Vår tese er at flyttingen av produksjonen i april skjulte hvor stor etterspørselen er, og at marginen følger med når salget vokser raskere enn kostnadene. Q3 bekreftet begge deler. Smartoptics leverte USD 34,3m, 80 % mer enn for ett år siden, og opex-andelen falt til 26,0 %. Alle tre regioner satte rekord, og selskapet har passert målet om USD 100m i omsetning siste tolv måneder, som ble satt ved børsnoteringen i 2021. Ifølge CEO ble målet nådd i juli, rundt seks måneder senere enn det beste scenarioet.

**Q3 2026 mot forventningene**

| USDm | Q3'25 | Q3'26 | Konsensus | Avvik |
|---|---|---|---|---|
| Omsetning | 19,0 | 34,3 | 31,0 | +11 % |
| EBITDA | 2,4 | 8,1 | 5,3 | +52 % |
| EBIT | 1,6 | 7,1 | 4,4 | +60 % |
| EBIT-margin | 8,5 % | 20,6 % | 14,3 % | |
| EPS (USD) | 0,014 | 0,048 | 0,03 | +61 % |
| Bruttomargin | 49,5 % | 49,5 % | | |
| Opex-andel | 37,0 % | 26,0 % | | |

*Kilde: Smartoptics, Quartr (konsensus fra to analytikere, oppdatert 27.10.2026).*

**Omsetningen tok et nytt steg i Q3, og marginen fulgte med**




*Kilde: Smartoptics kvartalsrapporter, OMCG.*

# 2. Ledelsen avviser at Q3 var innhenting

Den viktigste innvendingen mot Q3 var at noe av omsetningen kunne være leveranser som ble forsinket av flyttingen i april. DNB Carnegie spurte rett ut om Q3, justert for dette, egentlig var på nivå med Q2. Svaret fra CEO Magnus Grenfeldt var kort. Pareto fulgte opp med samme spørsmål, og fikk vite at selskapet bygget ordrereserve både i Q2 og i Q3. Tallet ble ikke oppgitt. Svaret tyder likevel på at book-to-bill fortsatt er over 1.

> *«No. So Q3 is a better quarter from all aspects.»*
> Magnus Grenfeldt, CEO, svar til DNB Carnegie

Veksten er også bredere enn vi fryktet. De ti største kundene står for rundt 31 % av omsetningen, i snitt USD 2,7m hver hittil i år. Seks av dem er nettverksoperatører, to er bedrifter og to er innen sky og AI. Nye kunder bidro lite i Q3, så veksten kom fra kunder Smartoptics allerede hadde. I bedriftsmarkedet har tre kunder innen algoritmisk handel bygget nett globalt i år. I Asia kom bare 11 til 12 % av omsetningen fra Australia og New Zealand, mot det meste tidligere. Singapore, Malaysia, Indonesia, Filippinene og Japan bidro, etter at selskapet har bygget opp forhandlernettet i regionen.

CEO ga også et tall som viser hvor raskt Smartoptics tar andeler. I det amerikanske markedet var de fire konkurrentene selskapet vanligvis sammenlignes med, samlet rundt sju ganger større enn Smartoptics i 2023. I første halvår 2026 var de rundt 2,5 ganger større.

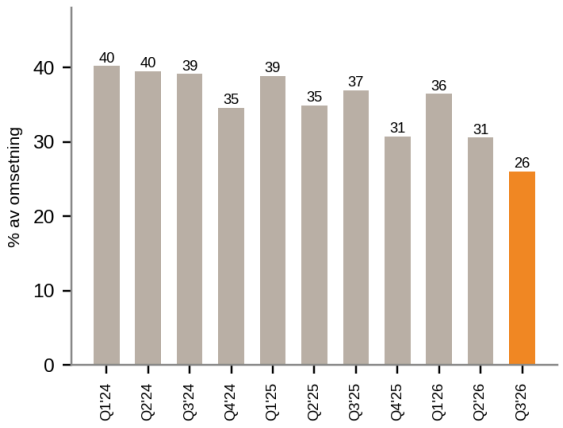
## 3. Marginen kommer når opex står stille

Fra Q2 til Q3 økte omsetningen med USD 5,4m, mens opex bare økte med USD 0,1m. Hver ny dollar fra Q2 til Q3 ga dermed rundt 64 cent i EBIT. Ifølge CFO var opex 26 % av omsetningen i Q3, mot 33 % for ett år siden justert for børsnoteringskostnadene, og avskrivningene falt til 3 %. Bruttomarginen var tilbake på 49,5 %, etter at Q2 ble trukket ned av lavere startpriser til to nye store kunder. SEB spurte om marginen over 20 % er varig. CEO kalte det ett datapunkt, men var tydelig på hvorfor marginen stiger når veksten er så høy.

> *«In the third quarter, growing by 80%, I can assure you that is impossible to drive OpEx growth at that level. It is not wanted.»*
>
> Magnus Grenfeldt, CEO, svar til SEB

Ledelsen beholder likevel målene om USD 300 til 400m i omsetning og over 16 % EBIT-margin, og sier at de vil komme tilbake til dem når flere kvartaler foreligger. Vi tolker det som forsiktighet. Vi ser ingenting i tallene som tyder på at Q3 var unormalt.

**Opex i % av omsetning**




*Kilde: Smartoptics kvartalsrapporter, OMCG.*

## 4. Komponentene avgjør veksten de neste kvartalene

Den største usikkerheten nå er tilgangen på komponenter. Smartoptics planlegger innkjøp av kritiske komponenter ett år frem, så det som ble bestilt for seks måneder siden, avgjør hva selskapet kan levere i Q4 og Q1. Hittil har leverandørene levert mer enn ventet, men CEO venter ingen stor bedring i komponentmarkedet de neste årene, fordi hyperscalerne allerede planlegger datasentrene sine for 2029 til 2031. Han ville ikke si om Q4 blir sterkere enn Q3, slik det normalt er.

> *«Going forward and through 2027, it is going to be access to components that will be everything.»*
>
> Magnus Grenfeldt, CEO, svar til DNB Carnegie

Komponentmangelen forklarer også Devices, som sto stille på USD 5,4m. Ordrereserven i Devices er ifølge ledelsen langt høyere enn normalt og strekker seg inn i 2027, og Q2 inneholdt et enkeltprosjekt på rundt USD 1,4m. På spørsmål fra Pareto om prisene sa CEO at økte komponentkostnader vil bli sendt videre til kundene. Prisene på brikker og minne har økt, mens prisene på optiske komponenter ennå ikke har økt vesentlig.

**Omsetning per forretningsområde og region, Q3**

| USDm | Q3'25 | Q3'26 | Vekst |
|---|---|---|---|
| Solutions | 10,9 | 24,3 | 123 % |
| Software & Services | 2,7 | 4,6 | 69 % |
| Devices | 5,4 | 5,4 | 0 % |
| Americas | 10,8 | 20,2 | 86 % |
| EMEA | 6,1 | 10,6 | 72 % |
| APAC | 2,0 | 3,6 | 75 % |

*Kilde: Smartoptics Q3 2026, note 1.*

Likviditeten er ikke lenger en begrensning. Operasjonell kontantstrøm var USD 7,6m, kassen USD 7,5m, lånet fra Innovasjon Norge er nedbetalt, og kredittfasiliteten hos Nordea er økt fra NOK 75m til NOK 200m (USD 20,8m), helt ubenyttet. Ifølge CFO skal den støtte veksten, blant annet et høyere varelager.

## 5. Våre estimater ligger over konsensus, mest på margin

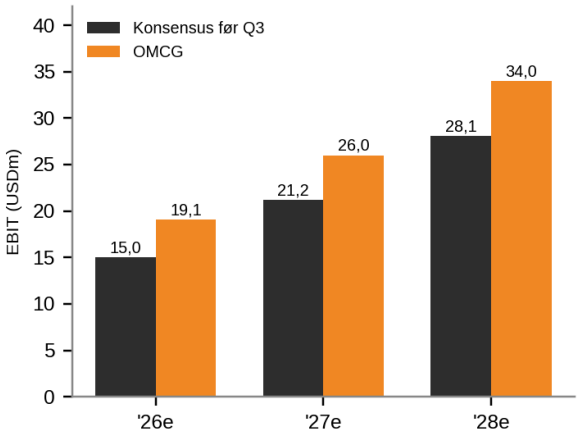
Etter ni måneder er omsetningen USD 86,1m og EBIT USD 12,5m. Vi legger til grunn rundt USD 35m i Q4, omtrent som Q3, og tar ikke inn den normale økningen fra Q3 til Q4 når ledelsen selv sier at komponentene avgjør. Det gir USD 121m i 2026 (+61 %). Videre venter vi 30 % vekst i '27e og 27 % i '28e. EBIT-marginen blir 15,8 % i '26e, 16,5 % i '27e og 17,0 % i '28e, og 17,5 % i terminalåret. Arbeidskapitalen settes til 19 % av omsetningen, mot 16,5 % siste tolv måneder per 30. september. Vi ligger dermed 4 til 10 % over konsensus på omsetning og over 20 % over på EBIT.

**OMCG mot konsensus før Q3 (USDm)**

| | '26e OMCG | '26e kons. | '27e OMCG | '27e kons. | '28e OMCG | '28e kons. |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Omsetning | 121,1 | 116,1 | 157,4 | 145,8 | 199,9 | 181,0 |
| EBIT | 19,1 | 15,0 | 26,0 | 21,2 | 34,0 | 28,1 |
| EBIT-margin | 15,8 % | 12,9 % | 16,5 % | 14,5 % | 17,0 % | 15,5 % |
| Avvik EBIT | +28 % | | +23 % | | +21 % | |

*Kilde: OMCG, Fiscal.ai ('26e og '27e) og MarketScreener ('28e), før Q3. Konsensus vil trolig bli hevet etter Q3.*

**EBIT: OMCG mot konsensus før Q3**




*Kilde: Smartoptics kvartalsrapporter, OMCG.*

## 6. DCF: kursmål NOK 71

WACC er uendret 9,0 % (CAPM 8,5 % med beta 0,86, holdt høyere på grunn av lav free float og høy kurssvingning), med 2,5 % evig vekst og 10x EBITDA som exit-multippel. Balansen er nå per 30. september, med netto kontanter etter leasing. Verdien regnes om fra USD med USDNOK 9,29. Gordon-DCF gir NOK 70,4 og exit-DCF NOK 70,8. Kursmålet er snittet, NOK 71, og det gir 25 % oppside fra kursen på NOK 57.

Modellen strekker seg over ti år, fra 2026 til 2035, fordi veksten i 2030 fortsatt er 25 %. Vi trapper veksten gradvis ned til 5 % før terminalåret, slik at terminalverdien ikke bygger på en vekst selskapet ikke kan holde for alltid. Tabellene under viser hele beregningen.

**DCF etter revisjonen (USDm)**

| USDm | '26e | '27e | '28e | '29e | '30e | '31e | '32e | '33e | '34e | '35e |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Omsetning | 121,1 | 157,4 | 199,9 | 249,9 | 312,4 | 374,9 | 434,9 | 487,1 | 526,0 | 552,3 |
| Vekst | 61 % | 30 % | 27 % | 25 % | 25 % | 20 % | 16 % | 12 % | 8 % | 5 % |
| EBITDA | 23,0 | 31,5 | 41,0 | 52,5 | 65,6 | 78,7 | 91,3 | 102,3 | 110,5 | 116,0 |
| EBIT | 19,1 | 26,0 | 34,0 | 43,7 | 54,7 | 65,6 | 76,1 | 85,2 | 92,1 | 96,7 |
| EBIT-margin | 15,8 % | 16,5 % | 17,0 % | 17,5 % | 17,5 % | 17,5 % | 17,5 % | 17,5 % | 17,5 % | 17,5 % |
| − Skatt (22 %) | (4,2) | (5,7) | (7,5) | (9,6) | (12,0) | (14,4) | (16,7) | (18,8) | (20,3) | (21,3) |
| + D&A | 3,9 | 5,5 | 7,0 | 8,7 | 10,9 | 13,1 | 15,2 | 17,0 | 18,4 | 19,3 |
| − Capex | (4,2) | (5,5) | (7,0) | (8,7) | (10,9) | (13,1) | (15,2) | (17,0) | (18,4) | (19,3) |
| − Økning i NWC | (6,8) | (6,9) | (6,1) | (9,0) | (11,2) | (11,2) | (10,8) | (9,4) | (7,0) | (4,7) |
| UFCF | 7,7 | 13,4 | 20,4 | 25,1 | 31,4 | 39,9 | 48,6 | 57,1 | 64,8 | 70,7 |
| Nåverdi (9,0 %) | 0,8 | 12,1 | 16,9 | 19,1 | 21,9 | 25,6 | 28,5 | 30,8 | 32,0 | 32,0 |

*Kilde: OMCG-modell. '26e i verdsettelsen er bare Q4 (USD 0,8m i nåverdi), fordi de første ni månedene allerede ligger i balansen per 30.09.2026. Skatt er beregnet på EBIT.*

Kontrollene sier det samme. Bruker vi Cienas multippel på vår EBITDA for 2027, blir verdien NOK 75. Kursmålet tilsvarer rundt 15x EBITDA i 2030. Det høres lavt ut, men EBITDA er da dobbelt så høy som i 2027. Diskontert tilbake tilsvarer kursmålet rundt 24x EBITDA for 2027, omtrent det Ciena handles på i dag. Kursmålet forutsetter altså at Smartoptics prises som markedslederen, og at veksten holder i fire år til. Det er vårt mest krevende valg, og grunnen til at vi følger opex og komponenttilgang tett.

**Fra kontantstrøm til kursmål**

| USDm | Gordon-DCF | Exit-DCF |
|---|---|---|
| Nåverdi av UFCF '26e–'35e | 219,7 | 219,7 |
| Terminalverdi i 2035 | 1 150,7 (g 2,5 %) | 1 159,9 (10x EBITDA) |
| Nåverdi av terminalverdi | 521,7 | 525,9 |
| Selskapsverdi (EV) | 741,5 | 745,7 |
| + Netto kontanter etter leasing | 1,4 | 1,4 |
| Egenkapitalverdi | 742,9 | 747,0 |
| Verdi per aksje, USD (98,0m aksjer) | 7,58 | 7,62 |
| Verdi per aksje, NOK (USDNOK 9,29) | 70,4 | 70,8 |
| Terminalverdiens andel av EV | 70 % | 71 % |
| Kontroll | tilsvarer 9,9x EBITDA | tilsvarer g 2,7 % |

*Kilde: OMCG-modell. Kursmål = snitt av de to metodene, avrundet: NOK 71.*

**To kontroller av kursmålet**

| Kontroll | Forutsetning | Verdi |
|---|---|---|
| EV/EBITDA '27e, Ciena-multippel | 25x (22 til 28x), BofA 13.10.2026 | NOK 75 (66 til 84) |
| Implisitt exit-multippel i 2030 | Hva kursmålet på NOK 71 krever | 14,7x EBITDA 2030 |
| Samme krav omregnet til 2027 | Diskontert tilbake til i dag | 23,6x EBITDA '27e |

*Kilde: OMCG-modell, BofA Global Research om Ciena (13.10.2026).*

**Verdi per aksje (NOK), Gordon-DCF: WACC mot evig vekst**

| WACC | g 1,5 % | g 2,0 % | g 2,5 % | g 3,0 % |
|---|---|---|---|---|
| 8,0 % | 76,1 | 80,5 | 85,7 | 91,9 |
| 8,5 % | 69,6 | 73,2 | 77,4 | 82,4 |
| 9,0 % | 63,9 | 66,9 | 70,4 | 74,4 |
| 9,5 % | 59,0 | 61,5 | 64,4 | 67,7 |
| 10,0 % | 54,7 | 56,9 | 59,3 | 62,0 |

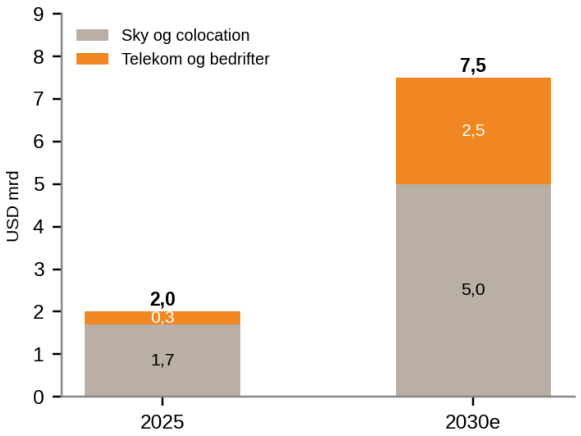
*Kilde: OMCG-modell. USDNOK 9,29. Exit-DCF ved 10 % WACC og 10x: NOK 65,7.*

Bear-scenariet, med 5 prosentpoeng lavere vekst, 2 poeng lavere margin og 1 poeng høyere WACC, gir NOK 39. Bull-scenariet gir NOK 120. Hvert prosentpoeng høyere WACC trekker verdien ned rundt NOK 8. Aksjen har steget fra NOK 49 til 57 siden 21. oktober.

## 7. Neste vekstben: long-haul og koherente moduler

Den raskeste delen av det optiske markedet er koherente pluggable moduler, små moduler som settes rett i en ruter eller svitsj og sender 400 til 800 Gbit/s på én bølgelengde. Ifølge Cignal AI, gjengitt av ABG 22. juni 2026, var markedet USD 2,0 mrd i 2025 og ventes å vokse 30 % i året til USD 7,5 mrd i 2030. 800ZR+ går fra rundt USD 100m i 2025 til rundt USD 1 mrd i 2026, og 1600ZR ventes å starte opp i 2027 og bli den største kategorien innen 2030. Hyperscalerne står for rundt 85 % av markedet i dag, men telekom og bedrifter ventes å vokse over 50 % i året og utgjøre en tredjedel av markedet i 2030. Det er nettopp de kundene Smartoptics selger til.

**Markedet for koherente pluggable moduler**




*Kilde: Cignal AI via ABG Sundal Collier (22.06.2026). Figur laget av OMCG.*

Smartoptics var tidlig ute med disse modulene, og ABG kaller det kjernen i selskapets produkter. Selskapet selger i dag 400G- og 800G-moduler i QSFP-DD-formatet som følger standardene 400ZR, OpenZR+ og 800ZR, samt en 400G-modul for ultralange avstander. Flere av modulene har egenskaper selskapet selv kaller sjeldne i dette formatet: kryptering på det optiske laget (AES-256), samspill med andre leverandørers utstyr gjennom OpenROADM, og 200G over eldre nett med 50 GHz-kanaler, som dobler kapasiteten uten nye filtre. Modulene er likevel ikke der verdien ligger. Hver modul trenger et line system for å nå lenger enn noen titalls kilometer, og det er der Smartoptics tjener mest.

Long-haul er neste steg. Smartoptics har allerede levert et nett på rundt 1 300 km i Mexico, og ifølge ledelsen kjører kunder flere terabit over 1 500 til 2 000 km. I Q3 sa CEO at den nye produktfamilien for C- og L-båndet, som gir lengre rekkevidde og mer kapasitet, er i rute, og at de siste teknologivalgene tas innen en måned. Ledelsen anslår at lengre rekkevidde og høyere ytelse omtrent dobler markedet selskapet kan selge inn i, fra rundt USD 5 mrd i metro til USD 11,5 mrd med long-haul.

> *«More performance in our products, longer reach in our network solutions will broaden the addressable market for the company to probably around 2x.»*
> Magnus Grenfeldt, CEO, Q3 2026

Risikoen er todelt. Modulene lages også av Cisco, Coherent, Marvell og andre, så prispresset er stort, og Devices sto stille i Q3 fordi komponentene ikke strakk til. Og long-haul er markedet der Ciena og Nokia er sterkest, så Smartoptics må vinne på pris og åpenhet. Ingen av delene ligger inne som egen vekst i estimatene våre, så de er ren oppside.

## 8. Risiko

- **Komponentmangel.** Ledelsen sier at tilgangen på komponenter avgjør veksten gjennom 2027. Får Smartoptics mindre enn planlagt, blir omsetningen lavere selv om etterspørselen er der.
- **Multippelfall i sektoren.** Kursmålet tilsvarer omtrent Cienas multippel. Cienas P/E for '27e falt fra rundt 60x til 30x fra juni til oktober 2026, og BofA advarer om at multiplene kan falle før omsetningen gjør det.
- **Ujevne prosjekter.** Veksten i Q3 kom fra store leveranser i Solutions. Store prosjekter gir ujevne kvartaler, og ett svakt kvartal kan gi stort kursfall.
- **Syklisk marked.** I 2024 falt omsetningen 5 % og EBIT 63 %, fordi kostnadene fortsatte å vokse. Samme giring som løfter marginen nå, virker også nedover.
- **Valuta.** Omsetningen er i USD og over halvparten av kostnadene i SEK og NOK. En sterkere krone senker både marginen og verdien per aksje i NOK.

## 9. Hva vi følger med på nå

- **Q4 og komponentene.** Vi legger til grunn USD 35m. Kommer Q4 under USD 30m, var Q3 trolig løftet av engangsleveranser.
- **Opex.** Vi venter at opex-andelen holder seg under 28 %. Stiger den over 30 % igjen, senker vi marginene.
- **Devices.** Ledelsen forklarer stillstanden med komponentmangel og høy ordrereserve. Vokser ikke Devices i Q4 eller Q1, er forklaringen svakere.
- **Tier 1-operatører.** Ledelsen er i prøveprosjekter og lab-tester med flere Tier 1-aktører, men ingen er i tilbudsfase ennå.
- **Nye produkter.** Programvare for datainnsamling er lansert i oktober, og et agentbasert system går til utvalgte kunder innen få måneder. Teknologivalget for L-band avgjøres innen en måned.

**Viktig informasjon.** Notatet er laget av Haris Bera Ucbas i OsloMet Capital Group (OMCG), en studentforening ved OsloMet, og ble publisert 29.10.2026. Det er ikke investeringsrådgivning, og OMCG er ikke et foretak under tilsyn. Anbefalingen gjelder 12 måneder: KJØP betyr at kursmålet ligger minst 15 % over dagens kurs, SELG at det ligger minst 5 % under, ellers HOLD. Kursmålet er snittet av to DCF-beregninger (Gordons vekstmodell og exit-multippel) med 9,0 % WACC, kontrollert mot EV/EBITDA for sammenlignbare selskaper. Kurs og valutakurs er per 29.10.2026. Dette er OMCGs første publiserte anbefaling på Smartoptics. Interessekonflikt: OMCG eier 273 aksjer i Smartoptics med reelle midler, kjøpt til snittkurs NOK 46,06. Ved kurs NOK 57 per 29.10.2026 er posisjonen verdt NOK 15 561, eller 14,9 % av klubbens fond i Nordnet League (forvaltningskapital NOK 104 479), investeringskonkurransen klubben deltar i. Posisjonen utgjør under 0,001 % av aksjene i Smartoptics, men klubben har en urealisert gevinst og en interesse av at kursen stiger. Medlemmer av klubben kan også eie aksjer i selskapet. Kilder: Smartoptics' kvartalsrapporter og presentasjoner, Quartr, Fiscal.ai, MarketScreener, LSEG, ABG Sundal Collier og Cignal AI (22.06.2026), BofA Global Research og Dell'Oro (13.10.2026). Tall fra tredjeparter er gjengitt med kilde, og alle figurer er laget av OMCG. Analysen bygger på egne forutsetninger, som kan vise seg å være feil.