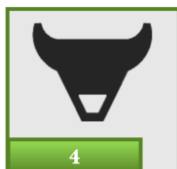
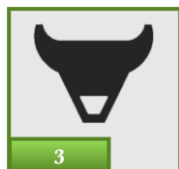


Value Drivers



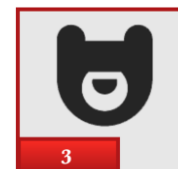
Quality of Earnings



Risk Profile



Quality of Management



- **Avtal med kinesiska AVIC med ordervärde på minst 700 MSEK.** Avtalet omfattar 80 system och ordervärdet inklusive eftermarknad kan uppgå till över 2 miljarder SEK.
- **Marknaden för civila drönare prognostiseras öka med 19 % per år fram till 2020** och även den militära marknaden förväntas öka.
- **Väldigt svagt insideräggande.** Insiderägandet i företaget är lågt. Den insidern med störst innehav är VD Mikael Hult med 2,30 %.
- **Hög burn rate medför stor nyemissionrisk.** Bolaget har stora kostnader och förhållandevis svag kassa. Ifall de kommer fortsätta i samma takt är det väldigt sannolikt att nyemission kommer ske inom den närmsta framtiden.

Analytiker

Carl Hemmingsson

Aktiekurs 23,90

52 v högsta / lägsta 47,20/18,50

Antal aktier 18 497 213

Börsvärde (MSEK) 442

Nettoskuld (MSEK) 6

EV (MSEK) 448

Sektor Industrivaror & tjänster

Lista / Kortnamn First North / CBA

Nästa rapport, Delårsrapport 26-08-15

Utveckling

1 mån 14,16 %

3 mån 4,60 %

1 år -25,60 %

YTD 0,00 %

Huvudägare Innehav (%)

Avanza Pension 9,20

State Street Bank & Trust Com., Boston 5,60

AeroVironment Inc 4,40

Rambas AB 3,00

Swedbank Robur Ny Teknik BTI 2,60

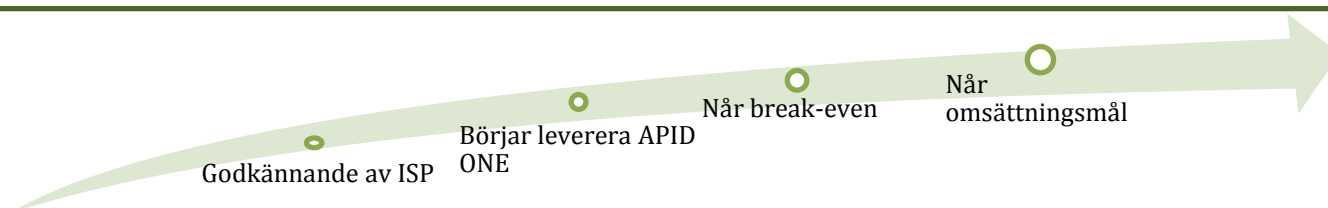
Ledning

Mikael Hult VD

Claes Drougge Styrelseordförande



Value Drivers



Investment Thesis

Avtal med kinesiska AVIC med ordervärde på minst 700 MSEK. Ordervärdet uppgår till ca 700-800 MSEK över en åttaårsperiod, alltså ca 100 MSEK per år. Bolaget skall börja leverera system senare i år. Sammanlagt kommer minst 70 helikoptersystem att beställas som skall användas för civilt bruk. Detta är det största avtalet någonsin inom segmentet som CybAero är verksamma. Värt att ta i beaktning är att eftermarknaden för dessa system är väldigt stor. Eftermarknaden skall kunna stå för 20 % per år för vad ett nytt system kostar. En helikopter som kostar 10 MSEK i inköp kan alltså generera ca 2 MSEK per år i intäkter för CybAero. Livslängden för ett system är ca 10 år. Det leder till att varje system kräver underhållning och liknande för 20 MSEK totalt. Med 70 st. sålda helikoptersystem medför det att det totala ordervärdet kommer uppgå till ca 2,1 miljarder, de ursprungliga 700 miljoner och sedan 1400 miljoner från eftermarknaden. Detta genererar säkra kassaflöden för en lång period framöver. Orden är dock villkorad att företaget måste få tillstånd från Inspektionen för Strategiska Produkter (ISP) något som de fick avslag för i höstas. CybAero sökte omedelbart nytt tillstånd och fick ett positivt förhandsbesked i november. Dessutom har de nu fått temporärt exporttillstånd för demoflygningar i Kina.

Marknaden för drönare expanderar starkt och framförallt marknaden för civila drönare. Marknaden är i dagsläget väldigt liten kontra den militära beräknas ha en årlig tillväxttakt på den globala marknaden på 19 % fram tills 2020. Även marknaden för militära drönare förväntas öka, men med ca 5 % per år. Marknaden som CybAero agerar på uppskattas vara värd ca 600 MUSD år 2020 och företagets mål är att ta 30 % av marknaden vilket motsvarar ca 200 MUSD i omsättning. CybAero, som är verksamma inom både det civila och militära, agerar således på en marknad som är på stark uppgång.

Bolagsbeskrivning

CybAero utvecklar samt tillverkar obemannade helikoptrar, så kallade VTOL UAV (Unmanned Aerial Vehicles) med tillhörande sensorsystem. Dessa har användningsområden för både civila uppdrag och försvarsverksamhet. Företaget är en etablerad ledande aktör på den globala marknaden för VTOL-UAV-området.

Insiderägandet i företaget är väldigt lågt. Mikael Hult, VD, är störste insiderägande med ett innehav på 2,3 %, motsvarande 420 086 aktier inkl. interimsaktier. Insiderägandet minskade även rejält under föregående år. Något positivt är dock att samtliga insiders tecknade fullt vid optionslösen tidigare detta år.

Stor säljare tryckt ned kursen.

AeroVironment har och håller kontinuerligt på att sälja av delar av sitt innehav, de har tidigare varit största ägaren i bolaget. Sannolikheten att detta är fallet är stor då de tidigare agerat på detta vis och inte har som mål att vara delägare i bolag i externa bolag. Detta kontinuerliga säljande i kombination med att ingen större köpare funnits på sistone kan vara bidragande orsaker till att kursen pressats neråt.

Hög burn rate medför stor emissionsrisk

CybAero hade kostnader på ca 89 MSEK under år 2014. Bolagets genomsnittliga månadskostnad uppgick således till ca 7,4 MSEK. Om man fortsätter med lika stora kostnader framöver medför det att kassan, som uppgick till ca 24 MSEK i slutet av 2014, kommer tömmas på lite mer än 3 månader om inga orders kommer in. Bolaget "blöder" i princip ut pengar och kassaflödet rensat från emissionerna uppgick för förra året till -78 MSEK. Det finns en överhängande risk för att bolaget kommer genomföra en eller flera nyemissioner inom den närmsta tiden. De emissioner som genomfördes förra året var riktade och medförde en total utspädning på 22,7 % av aktiekapitalet. I och med företagets tidigare agerande och den stora emissionsrisken finns det en påtaglig risk att aktiekapitalet späds ut ytterligare vilket är negativt sett till spararnas ägarandel i bolaget.



Värdering

I och med att CybAero är ett företag under kraftig expansion på en relativt ny och snabbt växande marknad medför det svårigheter ur en värderingssynpunkt. Den relativt låga konkurrensen, som självfallet är till bolagets fördel, gör det också svårt att jämföra mot andra konkurrenters peers och dylikt.

Högt satt omsättningsmål

Företaget själva har som mål att omsätta 200 MUSD 2020, ca 1700 MSEK, vilket medför att de räknar med en årlig omsättningstillväxt på ca 82 % från år 2015 fram till 2020. Att kunna ha en sådan kraftig tillväxt är självfallet möjligt (de hade t.ex. 92 % ökning mellan 2013 och 2014), men svårt att hålla under en längre tid, framförallt ju större företaget blir. Med tanke på de tidigare kommunicerade omsättningsmålen som de inte lyckats nå anser vi det föga troligt att man når målet.

Ordern från AVIC

Enligt nyligen släppt information från företaget uppger man att man skall börja leverera sina system APID ONE till AVIC under året. Vi gör antagandet att de första 20 st. systemen fördelas relativt jämnt över de tre åren 2015-2017. Sedan mellan åren 2017-2022 gör vi ett antagande att de levererar 10 st. per år. Priset för ett system antar vi vara 10 MSEK, vilket är det grundpris som CybAero har meddelat. Det skulle även kunna vara högre.

Tillväxt

Att de lyckas nå 82 % tillväxt per år är vi skeptiska till och anser att det är rimligare att de lyckas nå 70 % de tre närmsta åren, 2015 – 2017, då de totala ordena är av mindre skala. Med tanke på deras produkt som är billigare än konkurrenters och är smidigare att ge service ser vi det som möjligt att de tar marknadsandelar.

Potentiell omsättningsutveckling år 2015 - 2020

Dessa estimat applicerar vi sedan med ordern från AVIC som grund för att kunna ta fram potentiell omsättning och antal sålda APID ONE-system för de kommande åren fram tills 2020. Med en 70 % tillväxt i år kommer de sälja 10 system i år, 4 utöver de 6 system till AVIC. Med ett pris 10 MSEK, borträknat eftermarknaden i år, kan de nå en omsättning på 100 MSEK 2015. Ett annat mål är att de skall nå break-even i år, det ser vi som föga troligt. För nästa år 2016, kan de nå en potentiell omsättning på 260 MSEK, detta inkluderat eftermarknad på de system som säljs i år.

År 2020 kan omsättningen uppgå till nästan 1100 MSEK, alltså en rejäl bit under deras mål. Detta nås genom att sälja 74 stycken system det året, 740 MSEK, och den resterande delen på ca 250 MSEK kommer från den stora eftermarknaden. Med samma bruttomarginal de har i dagsläget, ca 19 %, skulle det leda till ca 141 MSEK i bruttoresultat från försäljningen av system. De har tidigare sagt att de har marginal på eftermarknaden, låt oss säga att den det är den dubbla, ca 40 %. Det skulle det leda till ett totalt bruttoresultat på ca 280 miljoner från försäljning och eftermarknad. Rimligt skulle produktionen ha skalfördelar och säkerligen vara avsevärt högre vid en sådan stor produktion.

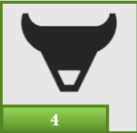
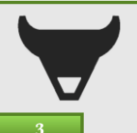
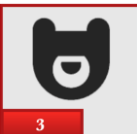
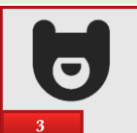
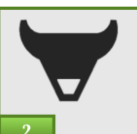
P/S-snittet i branschen som CybAero agerar på uppgår till 2,1. Med en omsättning på ca 1100 MSEK skulle det leda till ett market cap på ca 2,3 miljarder med den typen av multipelvärdering. Om bolaget bibehåller mängden aktier som finns idag skulle en potentiell aktiekurs kunna uppgå till 124 kr år 2020, alltså en ökning på ca 390 %. Med tanke på bolagets P/S-tal i dagsläget (6,4) är dock chansen stor att värdering skulle kunna uppgå till avsevärt mer än 2,3 miljarder vid en omsättning på 1100 MSEK.

År	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Order från AVIC	6	7	7	10	10	10
Totalt antal sålda system	10	24	36	48	59	74
Total försäljning	100,000,000 kr	240,000,000 kr	360,000,000 kr	480,000,000 kr	590,000,000 kr	740,000,000 kr
Intäkter från eftermarknad		20,000,000 kr	68,000,000 kr	140,000,000 kr	236,000,000 kr	354,000,000 kr
Totala intäkter	100,000,000 kr	260,000,000 kr	428,000,000 kr	620,000,000 kr	826,000,000 kr	1,094,000,000 kr

Disclosure:

Carl Hemmingson – äger inte aktier i CybAero

Bull or Bear

	Value Drivers	Företaget har en spännande framtid. De har en bra och prisvärd produkt och de befinner sig på en marknad under stark expansion. I och med att produktion och leverans kommer igång ser vi det som en stor möjlighet att de kommer nå en stor omsättning inom de närmsta åren. Aktiekursen har en klar möjlighet att öka kraftigt inom de kommande åren.
	Quality of Earnings	CybAero har i och med ordern från AVIC säkra kassaflöden de närmsta åren och alla produkter som de säljer behöver servas, vilket leder till en stor efterhandsmarknad och således ytterligare säkra intäkter för en längre tid. Det finns en stor potential för företaget att bli en stor aktör på marknaden. En nackdel är deras stora kostnader och att de blir väldigt beroende av varje produkt de säljer eftersom den utgör en, i dagens situation, väldigt stor del av deras intäkter.
	Risk Profile	Aktien är volatil och har gått ner rejält från sitt ATH. Dessutom har det varit en stor säljsida som tryckt ner kursen. På kort sikt är det möjligt med ytterligare nedgång, men på längre sikt ser det ljusare ut med tanke på marknaden och CybAeros position. Det är också en överhängande risk med ytterligare nyemissioner och utspädning. Det finns fortfarande också en risk kopplad till ordern av AVIC och att de inte kommer igång med produktionen i den takt de tänkt.
	Quality of Management & Ownership	Insiderägandet i CybAero är som tidigare nämnt svagt. Att företaget dessutom har vänt sig utanför marknaden för finansiering ser vi som starkt negativt. Med tanke på intresset för företaget hade det förmodligen inte varit några problem att få finansiering på marknaden. Detta agerande ser vi starkt negativt på. I övrigt har många i styrelsen erfarenhet av snabbt växande företag vilket är nödvändigt för CybAero. Utöver deras agerande kring finansiering och det svaga insiderägandet anser vi att de har den kunskap och kompetens som företaget behöver inom den närmsta tiden för att lyckas.
	Overall View	I sin helhet ser vi positivt på företaget, det är ett företag som växer kraftigt på en marknad med enorm potential. De har en ny produkt som ligger rätt i tiden, de har snart ny testanläggning och de har landat ett enormt avtal. Den svaga insiderägandet, styrelsens tidigare agerande och emissionsrisken drar dock ner helhetsbilden.

Analyst Group



Disclaimer

Dessa analyser, dokument och all annan information som härrör från Analyst Group är framställt i informationssyfte för allmän spridning och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analysen är baserad på källor, uppgifter och kunniga personer som Analyst Group bedömer som tillförlitliga. Analyst Group kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Den framåtblickande informationen i analysen baseras på subjektiva bedömningar om framtiden, vilka alltid innehåller en osäkerhet och bör användas försiktigt. Analyst Group kan därför aldrig garantera att prognoser och framåtblickande estimat kommer att bli uppfyllda. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från Analyst Group, någon medarbetare eller person med koppling till Analyst Group alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och all annan information som härrör från Analyst Group är avsedd att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut rörande alla former av investering oberoende av vilken typ av investering det rör sig om. Varje investerare uppmanas att komplettera med ytterligare relevant material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. Analyst Group fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av analyser, dokument och all annan information som härrör från Analyst Group.

Rekommendationerna i form av bull alternativt bear syftar till att förmedla en övergripande bild av Analyst Groups åsikt. Rekommendationerna är utarbetade genom noggranna processer bestående av kvalitativ research och övervägning samt diskussion med andra kvalificerade analytiker.

Definition Bull

Bull är en metafor för en positivt inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en positiv framtidsutveckling för bolaget.

Definition Bear

Bear är en metafor för en pessimistisk inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en negativ framtidsutveckling för bolaget.

Analyst Group har ej mottagit betalning eller annan ersättning för att göra analysen.

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom. Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.