



Analyst Group

GOMSPACE

**FÖRVÄNTAS FORTSÄTTA VÄXA
KRAFTIGT KOMMANDE 5 ÅREN**

13 SEPTEMBER 2017

BULL & BEAR ANALYS

ANALYTIKER:
PATRIK OLOFSSON



Analyst Groups grundare arbetade från 2011 för en av de då främsta fondkommissionerna under sin studietid, där de bevakade svenska småbolag. De lärde känna varandra och kom till insikt att det då fanns undermålig information och analys rörande små- och medelstora bolag. Tillsammans grundade dem därför Analyst Group tidigt 2014, med visionen att belysa och sprida korrekt information om intressanta små- och medelstora bolag.

Idag är Analyst Group ett snabbväxande analyshus med huvudsäte i Stockholm. Samtidigt bejaktar vi våra rötter och har kontor kvar i Lund. Vidare samarbetar och håller vi regelbundna utbildningar inom värdering och aktieanalys vid Lunds Universitet.

Vår ambition är att skriva korrekta och objektiva analyser. Vi erbjuder därför två typer av analys. Dels erbjuder vi bolag som vi anser intressanta att på uppdrag utföra analyser mot ersättning. Merparten av våra analyser är dock helt oberoende på bolag som vi anser ha särskilt intressant investeringsidé.

Vår vision är att skapa en digital plattform där vi presenterar information och investeringsidéer. Vi tillhandahåller grundliga aktieanalyser som konkretiserar och sammanfattar bolags potential. Vi skriver för att belysa möjligheter och risker för ökad förståelse av mindre bolag. Vårt mål är att skapa ett ökat intresse för det vi på Analyst Group brinner för, nämligen aktier.

Vi skriver analyser såsom vi skulle vilja läsa dem.

Vår filosofi bygger på vår bakgrund som investerare och analytiker.

Vi tycker att det är viktigt med full transparens och är noga med att belysa eventuella intressekonflikter. Dessutom är ersättningen på förhand avtalad och är inte beroende av innehållet i analysen. Under 2017 har vi utarbetat en ny policy [LÄS HÄR](#)

INNEHÅLL

Introduktion	4
Investeringsidé	5
Bolagsbeskrivning	6
Marknadsanalys	7
Finansiell prognos	8-9
Värdering	10
Bull & Bear	11-12
Intervju med CFO	13
Ledning & styrelse	14-15
Appendix	16
Disclaimer	17

Betyg

 4	Värde drivare	GomSpace är verksamma på en marknad som förväntas växa kraftigt, något som möjliggör god organisk tillväxt. Bruttomarginalen förväntas successivt öka och 2019 prognostiseras svarta siffror. År 2021 prognostiseras omsättningen uppgå till ca 750 MSEK i vårt Base-scenario, att jämföra med 54 MSEK 2016. Trots mycket starka värde drivare är Bolagets aktuella värdering ansträngd, något som kan begränsa potentiell effekt av framtida värde drivare.
 1	Historisk Lönsamhet	GomSpace har växt med 75 % årligen de senaste fem åren och har varierat lönsamma år med icke-lönsamma. Marginaler och olika lönsamhetsmått som ROE och ROA är således inte stabila, något som sänker betyget. För att möjliggöra tillväxt har GomSpace gjort två nyemissioner senaste året, då internt genererade kassaflöden inte varit tillräckliga. Betyget grundar sig på historik och är inte framåtblickande.
 3	Riskprofil	Idag är den finansiella risken låg. Likvida medel uppgår till 32 % av balansomslutningen och soliditeten är 76 %. I förhållande till marknadsvärderingen upptar de räntebärande skulderna knappt 1 %. Operationellt bedöms GomSpace stå inför stora utmaningar med att skala upp verksamheten, vilket kan utmana kassaflödena på ett sätt som inte gjorts tidigare. Till följd av en redan hög värdering idag kan motgångar få stora konsekvenser på nedsidan vilket ökar risken.
 4	Ledning & Styrelse	GomSpace består av en både rutinerad och kompetent ledning samt styrelse. Erfarenheterna är relevanta för att GomSpace ska kunna fortsätta växa och nu är det viktigt att detta visar sig när Bolaget ska skala upp den egna organisationen. Kommunikationen mot investerare har tills idag upplevts transparent och VD (Niels Buus) är tydlig med att guida vart Bolaget är på väg, vilket stärker förtroendet .

Sammanfattning	New Space är en av vår tids megatrend och GomSpace är ett av få svensknoterade bolag investerare kan få exponering via mot den växande rymdindustrin. Aktien har handlats upp över 900 % sedan noteringen juni 2016 och handlas rullande till P/S 30. Om inte GomSpace fortsätter växa kraftigt finns risk att aktien handlas ner. I våra scenarion har vi ett potentiellt värderingsintervall per aktie mellan 54 kr och 125 kr, där 97 kr antas i ett Base-scenario.
----------------	--

Förtydligande av betyg

Analyst Groups 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 analys 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 positivt för bolaget. Beroende på kategori kan betyget vara framåtblickande, bakåtblickande eller en kombination.
Definition Bear: Bear är en metafor för en pessimistisk inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar negativt för bolaget. Beroende på kategori kan betyget vara framåtblickande, bakåtblickande eller en kombination.



GOMSPACE (GOMX)

Förväntas fortsätta växa kraftigt kommande 5 åren



GomSpace ApS ("GomSpace" eller Bolaget") har växt kraftigt och enligt gjorda prognoser kan Bolaget fortsätta växa, där GomSpace 2021 prognostiseras omsätta ca 750 MSEK i ett Base-scenario. Givet en målmultipel om P/S 5, samt en diskonteringsränta om 10 %, ska aktien värderas till 97 kr i ett Base-scenario. Det är en uppsida om ca 15 % från stängningskursen 85,75 kr 2017-09-12. Aktien har stigit över 900 % sedan noteringen juni 2016 och GomSpace handlas till rullande P/S 30. Vid ett generellt sämre börs klimat ska investerare veta att aktier som på kort tid gått starkt tenderar att falla hårdast. Även om det fortfarande finns en uppsida i aktien bör en investerare därför beakta dagens redan höga värdering.

Nanosatelliter sänker inträdesbarriärerna på marknaden

Konventionella satelliters storlek och kapitalkrav har länge inneburit höga inträdesbarriärer på marknaden. Nanosatelliter möjliggör en väsentligt lägre kostnads massa för rymdbaserade tillämpningar, vilket ger många aktörer nya finansiella förutsättningar. Det gör att nya applikationsområden öppnas upp inom rymdteknik.

Rymdbaserad IoT växer

Internet of Things (IoT) har resulterat i att nya applikationsområden för fordon, hem, övervakning, tillverkning m.m. växer fram. McKinsey (2015) spår att den globala marknaden för IoT, med allt det omfattar, kan värderas till 11 biljoner USD 2025. Även rymdteknik och nanosatelliter kan ha en plats i denna marknad, där sammankoppling av enheter via satelliter kan resultera i nya användningsområden för flera branscher. Dessa marknadsförutsättningar gynnar GomSpace.

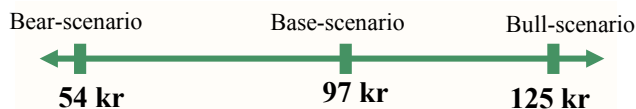
Marknadsandel om 15 % och ett first mover advantage

GomSpace tillhandahåller delkomponenter och hela system till en tusendel av kostnaden jämfört med konventionella satelliter. Affärsmodellen är bevisad och GomSpaces aktuella marknadsandel, enligt en investerarpresentation från juni 2017, uppgår till 15 %. Det kan argumenteras för att Bolaget har skapat sig ett *first mover advantage* och att affärsklimatet fortfarande kan liknas vid ett *blue ocean*.

Potentiellt 15 % uppsida i ett Base-scenario

Vid en omsättning på ca 750 MSEK 2021 i ett Base-scenario, en målmultipel om P/S 5 och en diskonteringsränta om 10 %, ska GomSpace värderas till 97 kr per aktie. Det motsvarar en potentiell uppsida om ca 15 % från stängningskursen 2017-09-12.

Värderingsintervall



GOMSPACE	
Stängningskurs (2017-09-11)	85,75
Antal aktier	26 257 334
Market Cap (MSEK)	2 251,6
Nettokassa(-)/skuld(+)	-75,1
Enterprise Value (EV)	2 176,5
V.52 prisintervall (SEK)	85,75 – 26,20

UTVECKLING	
1 månad	+36,1 %
3 månader	+23,8 %
1 år	+136,2 %
YTD	+159,1 %

HUVUDÄGARE	
Borean/Novi	20 %
HL Invest A/S	14 %
Grundare och ledning	19 %
Free float (Nordnet, Avanza)	45 %
Swedish Space Corporation	2 %

VD OCH ORDFÖRANDE	
Verkställande Direktör	Niels Buus
Styrelseordförande	Jukka Pertola

FINANSIELL KALENDER	
Q3-rapport	2017-11-30
Bokslutskommuniké	2018-02-28
Årsredovisning/Årsstämma	Ej annonserat/Ej annonserat

PROGNOS (Base)	2016A	2017E	2018E	2019E
Omsättning (tSEK)	54 142	85 000	206 502	383 450
Bruttoresultat (tSEK)	25 201	25 747	106 808	226 781
EBIT (tSEK)	-14 510	-57 572	-30 197	14 431
Nettoresultat (tSEK)	8 981	-58 961	-31 586	10 173
P/S	41,6	26,5	10,9	5,9
P/E	neg	neg	neg	156,0
EV/S	40,2	25,6	10,5	5,7
EV/EBIT	neg	neg	neg	150,8

INVESTERINGSIDÉ

15 %
potentiell
uppsida i
Base-scenario

4 st.
nanosatelliter
kan täcka fler än
100 länder med
otillräcklig
täckning

GomSpace är ett av få svensknoterade bolag investerare kan få exponering via mot den växande rymdindustrin. Aktien har handlats upp över 900 % från noteringen juni 2016 och handlas rullande till P/S 30. I ett Base-scenario prognostiseras GomSpace omsätta ca 750 MSEK 2021, att jämföra med 54 MSEK för helåret 2016. Givet en målmultipel om P/S 5 och en diskonteringsränta på 10 %, ger det ett nuvärde per aktie om 97 kr. Det är en potentiell uppsida om ca 15 %.

Sänkta inträdesbarriärer möjliggör nya användningsområden för satelliter

Konventionella satelliters storlek och kapitalkrav har gjort att det under årtionden funnits höga inträdesbarriärer till satellitmarknaden, något som gjort den otillgänglig för flera företag och länder. Nanosatelliterna förändrar nu marknaden och genom att påtagligt sänka kostnadsmassan för rymdbaserade tillämpningar ges företag nya finansiella förutsättningar och möjligheter. GomSpace kan tillhandahålla satellitsystem som förmår att ta emot data och spåra objekt för att rapportera detta vidare till markstationer. T.ex., med fyra satelliter i en ekvatorial omloppsbana kan GomSpace täcka fler än 100 länder runt ekvatorn som har otillräcklig täckning och där GomSpaces nanosatelliter är utav stort värde.

Marknadsandel om 15 % och ett *first mover advantage*

GomSpace tillhandahåller delkomponenter och hela system för installation i nanosatelliter som kan erbjudas till en tusendel av kostnaden jämfört med konventionella satelliter. Med en aktuell marknadsandel om 15 % (enligt investerarpresentation juni 2017) och en bevisad affärsmodell kan GomSpace ha ett *first mover advantage*. Noterbart är även att nanosatelliter har en förväntad livslängd på 3–5 år, vilket gör att GomSpaces kunder behöver återinvestera i nya satelliter relativt snart. Framväxten av utbytesbehovet ger således upphov till återkommande intäkter för GomSpace, en viktig del i affärsmodellen.

Har ingått ett viktigt leveransavtal med Sky and Space Global

GomSpace har annonserat flera orders och under februari 2017 erhöles den största ordern i historien för nanosatelliter, när Sky and Space Global (SAS) gjorde en beställning av 200 nanosatelliter från GomSpace (ordervärde om 335-527 MSEK över en fyraårsperiod). Under september kommunicerade GomSpace även att de ingått avsiktsförklaring med Airbus om att utveckla rymdbaserad övervakning av flygplan. Inga finansiella detaljer har kommunicerats men potentialen i samarbetet bedöms som stor.

Grundare och ledning äger 19 % av Bolaget

Befattningshavare i form av ledningen och styrelsen har god erfarenhet och bedöms ha den kompetens som krävs för att skala upp GomSpace till ett bolag som närmar sig en miljard i omsättning. Niels Buus har varit VD i GomSpace ApS sedan 2014 och på denna tid ökat bolagets omsättning med över 100 % till 2016. Att GomSpace har erhållit den enskilt största ordern av nanosatelliter (via Sky and Space Global) kan ses som ett tecken på förmågan hos nyckelpersonerna i Bolaget. Enligt en investerarpresentation under juni 2017 hade grundare och ledning ett ägande om 19 %.

Potentiell uppsida om 15 % i ett Base-scenario

På prognostiserad omsättning 2021 handlas GomSpace till *forward* P/S 3,0. Vid en målmultipel om 5 och en diskonteringsränta om 10 % ger det ett nuvärde om 97 kr per aktie. Det är en potentiell uppsida om ca 15 % från stängningskursen 2017-09-12.

Stora utmaningar med att vilja växa mer än 1000 %

Organisatoriskt finns det stora utmaningar då Bolaget förväntas skala upp försäljningen över 1000 % till 2021 och gå från ca 135 anställda idag till 350 år 2021. En risk som kan belysas är även den motpartrisk som finns i samband med tecknade orders, t.ex. att Sky and Space Global inte lyckas fullfölja sin order om 200 nanosatelliter. För en investerare kan det vara lämpligt att bevaka GomSpaces kundfordringar, en post som växt under 2017. Försenad lönsamhet och stigande kostnader kan resultera i behov av externt kapital, t.ex. via nyemission. Givet en burn rate om 9,2 MSEK/månad är GomSpace finansierade till mars 2018.

Givet tillämpad
burn rate räcker
kassan till mars
2018, allt annat
lika.

BOLAGSBESKRIVNING

GomSpace, ett företag med danskt ursprung, grundades 2007 och har senaste fem åren växt kraftigt med en årlig tillväxttakt om ca 75 %. GomSpace tillverkar nanosatelliter (s.k. kubsatelliter) som mäter 10^3 cm, verksamma mellan 500 – 800 kilometers höjd. Till en tusendel av kostnaden jämfört med konventionella satelliter kan GomSpaces nanosatelliter ligga i framkant på marknaden i och med möjligheterna deras nanosatelliter skapar genom dess relativa värde. GomSpace satelliter kan användas inom flera områden, t.ex. spårning av fartyg och flygplan, försvar- och säkerhetslösningar, fjärranalys m.m.

Intäktsmodell

Fyra olika typer
av intäktskällor

GomSpace tillhandahåller ett komplett erbjudande inom segmentet nanosatelliter. Idag genererar Bolaget intäkter från i huvudsak fyra intäktskällor.

- Försäljning av delsystem

En nanosatellit består av en eller flera kuber vilka sätts samman i en formation om en, två, tre, sex eller tolv enheter. Varje kub packas med delsystem i form av kretskort med funktioner så som solpaneler, batteri, radiosändare m.m. Varje kub med delsystem väger omkring 1 kg och en typisk nanosatellit kan bestå av ungefär 40 delsystem. Med andra ord, desto större satellit desto fler delsystem krävs.

- Försäljning av nyttolaster

En nanosatellit har en eller flera nyttolaster vilka utgör basen för satellitens uppdrag. Det är nyttolasten som avgör satellitens funktion och vad den ska göra efter att den skjuts upp. Jämfört med ett typiskt delsystem tenderar nyttolaster att vara mer tekniskt avancerade och behöver anpassas för varje enskilt uppdrag och ändamål.

- Försäljning av kompletta plattformar

GomSpace erbjuder delsystem och nyttolaster som sätts samman till fullt fungerade satelliter.

- Kompletta system

För uppdrag som kräver en eller flera kompletta plattformar erbjuder GomSpace utformningen av en totallösning, där t.ex. tillverkning av satelliterna görs, arrangemang av uppskjutning, administration m.m.

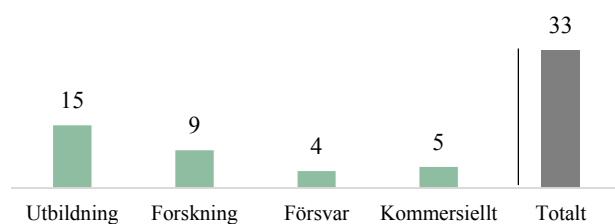
Personal

GomSpace hade omkring 45 anställda vid utgången av 2016, idag uppgår den siffran till ca 135. Personalbasen har onekligen växt kraftigt på kort tid och GomSpace har kommunicerat att det vid 2021 kan vara 350 anställda i Bolaget. Det kommer utmana organisationen och som en konsekvens förväntas personalkostnaderna öka kraftigt kommande åren.

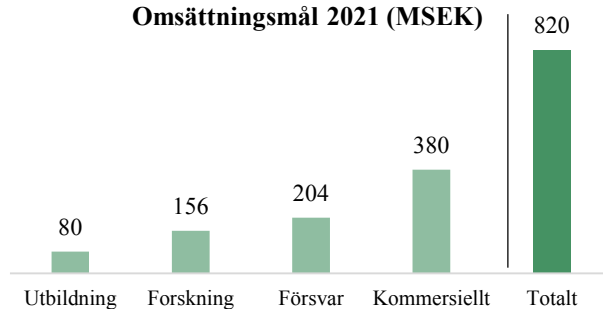
Finansiella mål

GomSpace mål är upprätthålla en stark position i marknaden för nanosatelliter och erbjuda en komplett serviceorganisation inom marknadssegmentet. Samtidigt som försäljningen ska öka har GomSpace uttalat målsättningen om en lägsta bruttomarginal om 50 % år 2021. Till 2021 har GomSpace uttalat följande försäljningsmål:

Intäkter per segment, 2015 (MSEK)



Omsättningsmål 2021 (MSEK)

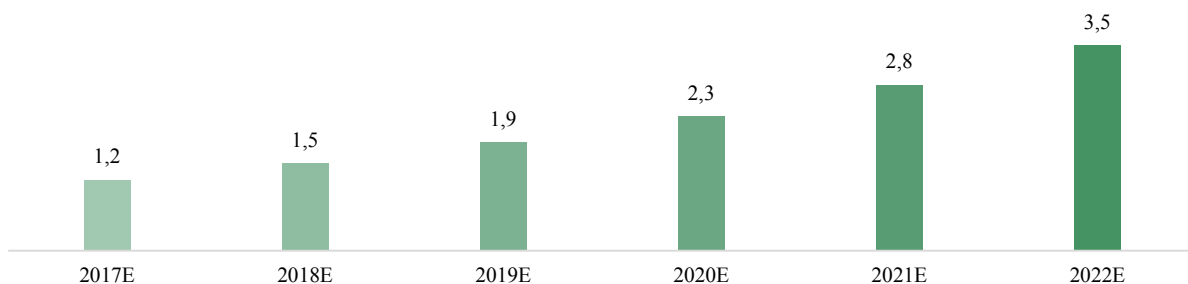


MARKNADSANALYS

Den traditionella rymdsektorn förändras och fler länder utvecklar sin förmåga att verka i rymden. Aktörer som Space X (Elon Musk), Vulcan Aerospace (lett av Microsoft-medgrundaren Paul Allen), Googles förvärv SpaceBox (500 MUSD) och OneWeb utmanar de traditionella strukturerna i satellitmarknaden. Den trend som nu råder har tilldelats benämningen "New Space", och det som sker i rymden blir allt mer sammankopplat med livet på jorden. Rymden spelar allt större roll inom kommunikation, navigering, observation, säkerhet m.m.

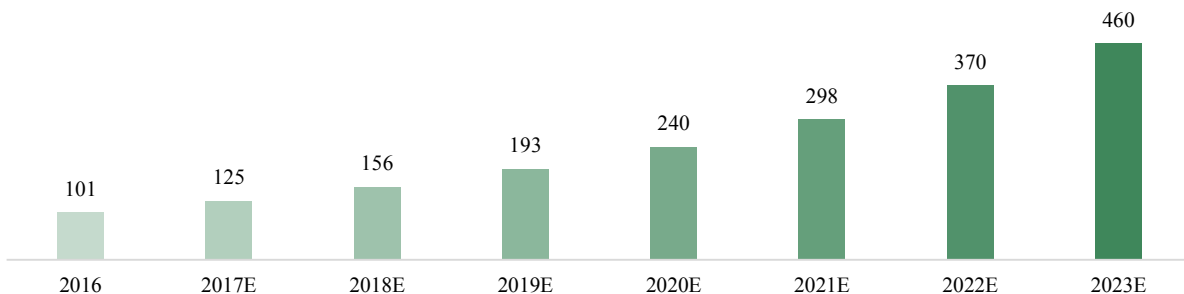
Enligt en marknadsrapport från MarketsandMarkets (2017) uppskattas nano- och mikrosatellitmarknaden växa från 1,2 mdUSD 2017 till 3,5 mdUSD år 2022, vilket motsvarar en årlig tillväxttakt (CAGR) om ca 23,7%.

Nano- och mikrosatellitmarknaden (mdUSD)



SpaceWorks (2017) prognostiserar i en rapport att mellan 2017 och 2023 kan omkring 2 400 st. nano- och mikrosatelliter komma att skjutas upp och ligga i omloppsbana. År 2023 räknar SpaceWorks med att det sker 460 st. uppskjutningar, vilket motsvarar en årlig tillväxttakt om ca 24 % från 2016 då 101 nanosatelliter sköts upp.

Antal uppskjutna nano- och mikrosatelliter (1-50 kg)



Nano- och mikrosatelliter, andel per sektor (2009-2016)



■ Utbildning ■ Offentlig sektor ■ Kommersiell

Nano- och mikrosatelliter, andel per sektor (2017-2019E)



■ Utbildning ■ Offentlig sektor ■ Kommersiell

FINANSIELL PROGNOSE

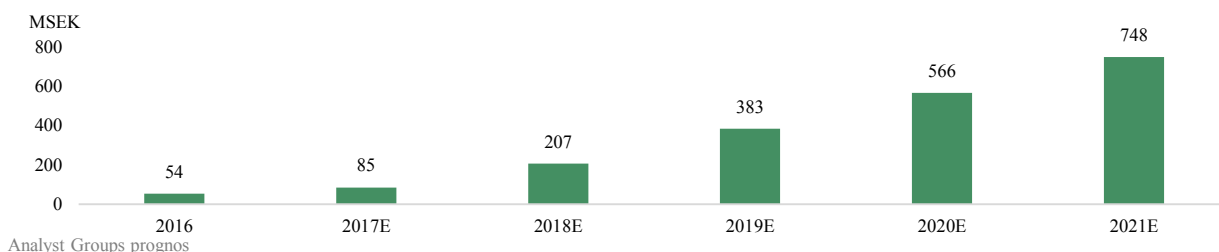
Utöver kommunicerade orders förväntas GomSpace leverera fler nanosatelliter till 2021. I vilken takt och omfattning det kommer ske antas vara linjärt, då GomSpace är tvungna att bygga ut den egna organisationen. En sådan process tar tid och en linjär tillväxt antas framför en exponentiell. Detta underbyggs även av uppgifter från Bolaget där det informerats om att leveransen av de 200 st. nanosatelliter till Sky and Space Global kommer ske linjärt till 2021. Nämnad order är den största i historien och GomSpace förväntas kunna leverera fler nanosatelliter. Sky and Space Global, som endast är en av flera potentiella kunder, har annonserat att de avser skjuta upp ytterligare 1 000 nanosatelliter kommande 3-5 åren. Förutsatt att GomSpace lyckas med de initiala leveranserna av den första erhållna ordern, finns det möjligheter för GomSpace att åter anlitas av Sky and Space Global som leverantör. Givet att GomSpace kan leverera 200 st. nanosatelliter, samt ytterligare 500 st. till 2021 (50 % av t.ex. SAS behov), antas följande linjära leveranstakt:

	2018E	2019E	2020E	2021E
Antal levererade nanosatelliter	70	140	210	280

En typisk nanosatellit består av olika uppsättningar av delsystem och nyttolaster, där bl.a. storleken på nanosatelliten avgör hur många system som säljs. Enligt uppgifter från Bolaget antas att ett (1) delsystem kostar 2000-15 000 EUR st., vilket blir i genomsnitt 7 500 EUR per delsystem. I samband med GomSpaces notering och det prospekt som upprättades skrev GomSpace att en typisk nanosatellit kan bestå av 40 delsystem. Exakt antal system beror på hur stor satelliten är, där det finns en positiv korrelation (större satellit = fler delsystem). Dessutom tillkommer kostnader för nyttolasterna. Exkluderat redan kommunicerad orders, där ordervärdet är känt, antas ett genomsnittligt pris om 2,8 MSEK per nanosatellit. Det ger följande omsättning:

GomSpace har baserat på kommunicerade orders och potentiella orders framgent goda förutsättningar att växa.

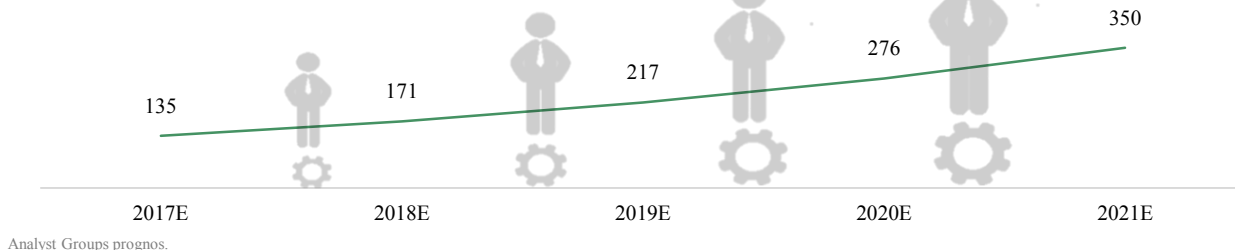
Prognostiserad omsättning 2017-2021



Den största kostnaden framöver antas vara ökade personalkostnader. GomSpace har idag ca 135 anställda och har annonserat att till 2021 kan antalet anställda uppgå till 350, vilket innebär en genomsnittlig anställningstakt om 27 % per år:

GomSpace har uttalat att de kan komma att ha 350 anställda 2021.

Prognos antal anställda 2017-2021



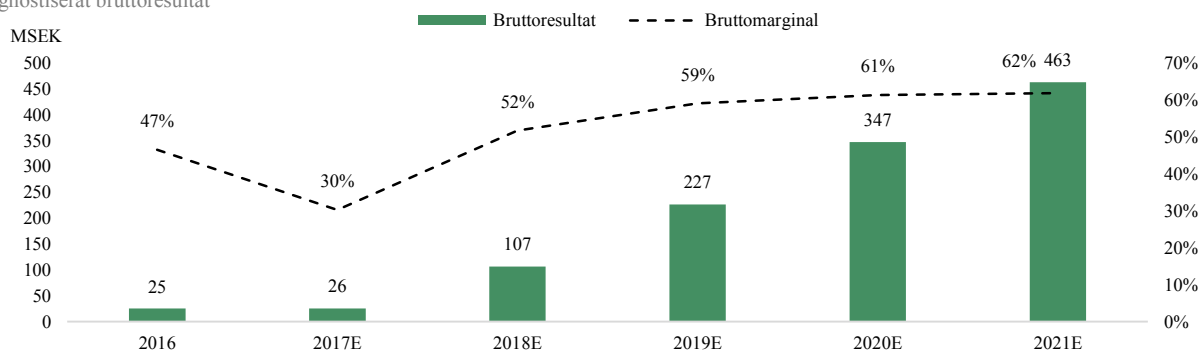
Varje anställd antas i snitt medföra en årskostnad om 0,7 MSEK, vilket är nära 2016 års kostnadsbas. År 2016 stod personalkostnader för 15,5 MSEK av totala Kostnad Sålda Varor (KSV), vilket motsvarade 40 % av GomSpace totala personalkostnader. Resterande 60 % av personalkostnaderna bokfördes till rörelseverksamheten (försäljning, utveckling och administration).

FINANSIELL PROGNOIS

Resterande delar av KSV som ej upptogs av personalrelaterade kostnader stod för ca 25 % 2016. Samma förhållande antas fram till 2021. 2017 förväntas bruttomarginalen vara lägre jämfört med 2016, för att sedan stiga till 2021 och då uppgå till 62 %. Den minskade bruttomarginalen 2017 jämfört med 2016 kan förklaras av att GomSpace förväntas ha 200 % fler anställda vid årets slut jämfört med 2016, vilket driver ned den redovisade bruttomarginalen. Det är till följd av att Bolaget redovisar KSV-relaterade personalkostnader innan bruttoresultatet. Justeringen har därför gjorts i enlighet med Bolagets redovisningsmetod för jämförbarhet.

Marginalerna förväntas initialt pressas ned av ökade personalkostnader, för att sedan stiga i takt med ökad omsättning.

Prognostiserat bruttoresultat



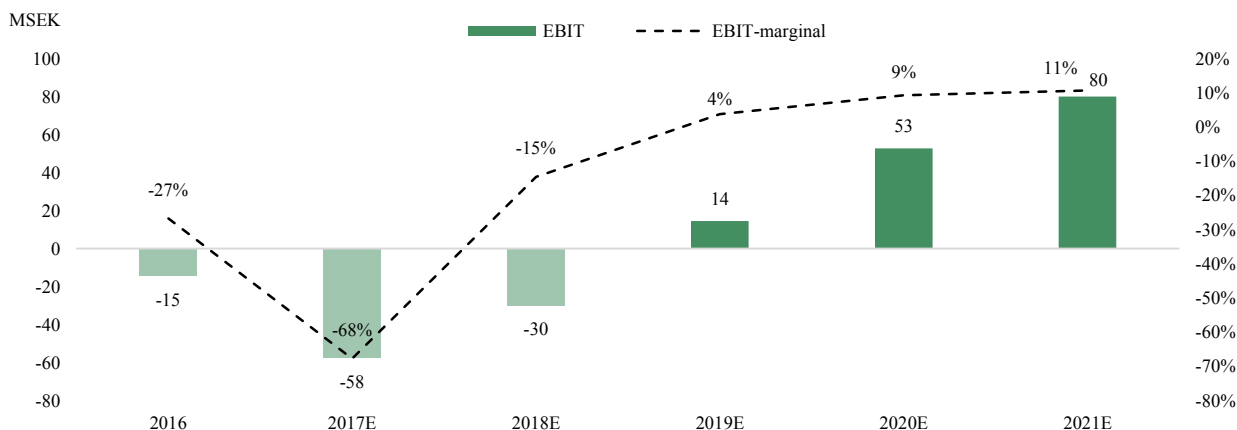
Analyst Groups prognos

Kostnader för försäljning, utveckling och administration (SG&A, exkl. personalkostnader) stod för motsvarande 32 % av omsättningen under 2016. Samma kostnadsförhållande mot omsättningen antas till 2021.

Till följd av att GomSpace ska växa kraftigt antas lönsamheten utebli närmaste åren och svarta siffror förväntas nås 2019. Att lönsamheten uteblir närmaste åren är även vad VD Niels Buus guidar om i års- och kvartalsrapporterna.

Tillväxten GomSpace förväntas upprätthålla kommer pressa lönsamheten. Omkring 2019 antas Bolaget visa svarta siffror.

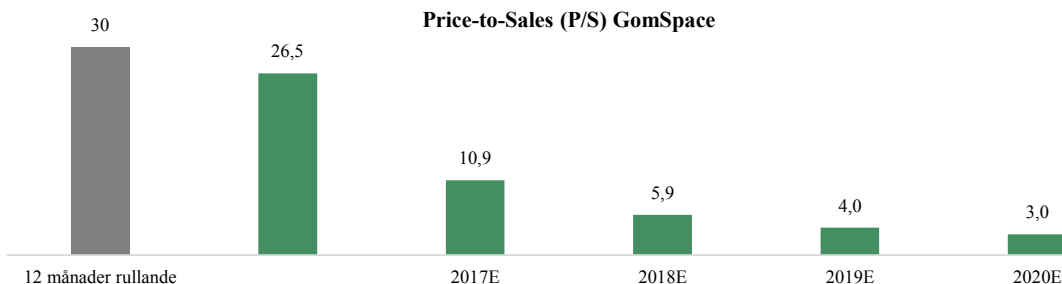
Prognostiserat EBIT-resultat



Analyst Groups prognos

VÄRDERING

GomSpace noterades på First North juni 2016 och har sedan dess växt till en marknadsvärdering (Market Cap) om ca 2,3 mdSEK. Med en rullande omsättning på 74,3 MSEK handlas Bolaget till P/S 30. Utifrån gjorda omsättningsprognoser (sida 8) värderas GomSpace idag till följande P/S-värdering:



För att ställa värderingen i förhållande till andra bolag undersöks aktörerna *Inmarsat* och *Thales*.



Det brittiska bolaget Inmarsat grundades 1979 med syftet att se till att fartyg skulle kunna vara uppkopplade mot fastlandet oavsett hur långt ut till havs de befann sig. Bolaget har idag ca 1 800 anställda och en bred kundbas bestående av företag verksamma inom flygindustrin, sjöfart, mediasändning, olja & gas, offentlig sektor m.m.

Inmarsat är noterade på Londonbörsen med ett börsvärde om 3,4 mdGBP, motsvarande ca 36 mdSEK. 2016 omsatte bolaget 1,3 mdUSD (10,6 mdSEK) med en EBIT-marginal om ca 33 % 2016.

Inmarsat handlas till en historisk multipel om P/S 3,4.



Det franska bolaget Thales har idag 64 000 anställda med verksamhet i 56 länder.

Thales är noterade på Parisbörsen med ett börsvärde om 19,9 mEUR, motsvarande ca 189 mdSEK. 2016 omsatte bolaget 14,9 mdUSD (141,9 mdSEK) med en EBIT-marginal om 9,5 % 2016.

Thales handlas till en historisk multipel om P/S 1,3.



GomSpace är storleksmässigt ett mindre bolag än Inmarsat och Thales, både mätt i marknadsvärdering och försäljning. Dessutom har Inmarsat och Thales viss verksamhet som GomSpace saknar. Till 2021 förväntas GomSpace växa med ca 70 % årligen, vilket motiverar en högre värdering jämfört med Inmarsat och Thales. År 2021 förväntas GomSpace, i ett Base-scenario, omsätta ca 750 MSEK. Det förutsätter att allt går enligt plan gällande orderleveranser, uppbyggnad av organisationen, fler anställda m.m. Givet att GomSpace lyckas med detta ska GomSpace handlas till en premie mot ovan nämnda aktörer.

Base-scenario

97 kr
per aktie i ett
Base-scenario

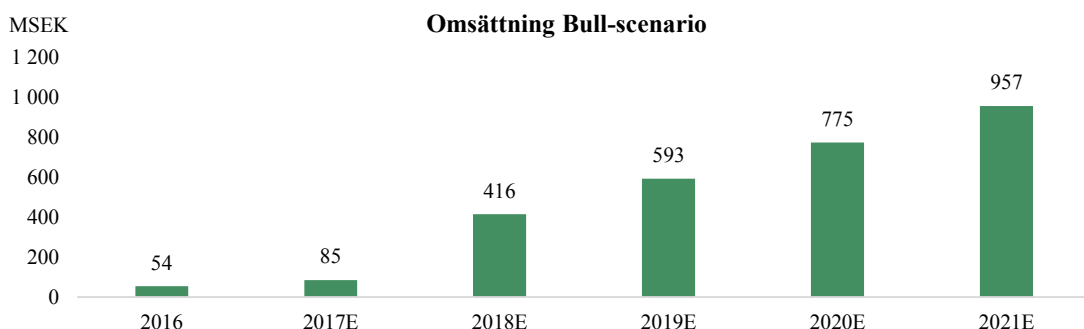
Skulle GomSpace värderas till P/S 5, på 2021 års prognos, innebär det en värdering om 3,7 mdSEK. Givet en diskonteringsränta om 10 %, vilket reflekterar den tidsrisk som finns av händelser som ligger flera år bort, ger det en värdering idag om 97 kr/aktie, vilket är en uppsida om ca 15 % från stängningskursen 2017-09-12. Valet av målmultipel samt diskonteringsränta är avgörande faktorer.

Sedan pressmeddelandet (2017-09-01) angående avsiktsförklaring med Airbus om flygövervakning har GOMX-aktien stigit med ca 45 %. En nybliven investerare får därmed avgöra tajming vid eventuellt köpbeslut.

BULL & BEAR

Bull-scenario

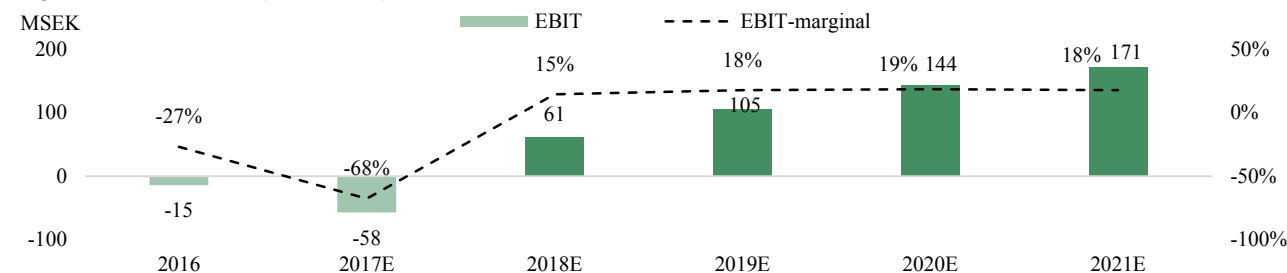
Utöver Base-scenariot antas GomSpace leverera ytterligare 300 satelliter till 2021, vilket innebär totalt 1000 levererade satelliter mellan perioden 2018-2021. I genomsnitt motsvarar det 250 satelliter per år. Givet en prisbild om ca 2,8 MSEK per satellit, plus redan kommunicerade orders med angivet ordervärde, prognostiseras omsättningen till följande i ett Bull-scenario:



GomSpace omsätter då 957 MSEK år 2021 vilket är 28 % över prognostiserat Base-scenario och en CAGR om 78 %. Givet samma förhållande mellan övriga kostnadsposter som tidigare angivet Base-scenario, utvecklas EBIT enligt följande:

I ett Bull-scenario kan GomSpace bli lönsamma redan 2018, trots kraftig tillväxt.

Prognostiserat EBIT-resultat (Bull-scenario)



Analyst Groups prognos

125kr
per aktie i ett
Bull-scenario

GomSpace värderas då idag till P/S 2,4 på 2021 års prognos. Vid en målmultipel om P/S 5 och en diskonteringsränta på 10 %, motsvarar det ett värde per aktie om 125 kr i ett Bull-scenario.

Bear-scenario

GomSpace antas leverera färre lösningar för nanosatelliter och antalet levererade satelliter kommande fem åren är lägre än i angivna Base- och Bull-scenariot. Anledningen kan tänkas vara att organisationen inte har tillräcklig kapacitet för att hantera ordervolymer.

I ett Bear-scenario levererar GomSpace befintliga kommunicerade orders, samt ingår med sina lösningar i uppskjutandet av ytterligare 200 nanosatelliter. Totalt antal uppskjutna nanosatelliter mellan 2018-2021 blir då 400 st. (100 i snitt per år). Det skulle innebära att GomSpace fortfarande växer och år 2021 omsätter 413 MSEK, vilket dock är en minskning med 45 % gentemot prognostiserat Base-scenario. Med en diskonteringsränta om 10 % och målmultipel om P/S 5 ger det ett värde per aktie om 54 kr.

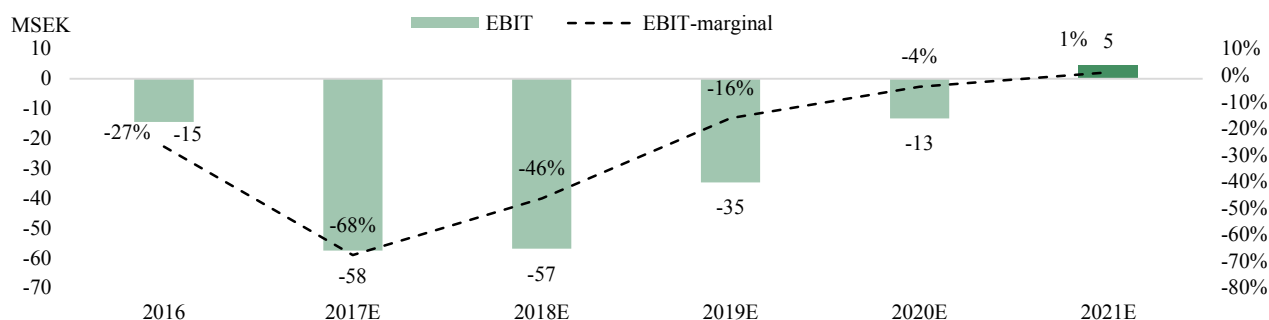
54kr
per aktie i ett
Bear-scenario

BULL & BEAR

Som en konsekvens av lägre orderingång förväntas GomSpace inte tillsätta ny personal i samma omfattning. Skulle Bolaget uppvisa en årlig anställningsökning med 17 % (10 % lägre än i ett basscenario), uppgår antalet anställda till 250 år 2021.

Även vid minskat antal anställda får GomSpace svårt att nå positivt resultat i ett Bear-scenario.

EBIT-resultat (Bear-scenario)



Analyst Groups prognos

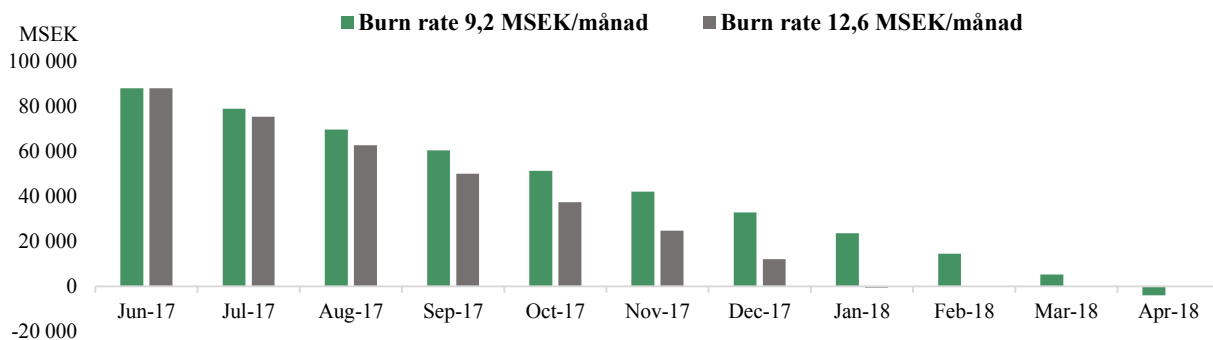
Ett negativt resultat kommer belasta kassaflödet och om inte övriga delar från rörelseverksamheten väger upp kan GomSpace bli tvungna att söka extern finansiering, t.ex. genom nyemission eller lån.

GomSpace har växt kraftigt och senaste året har Bolaget gjort stora investeringar för att kunna möjliggöra fortsatt tillväxt, något som pressat ned lönsamheten och kassaflödet. I samband med noteringen juni 2016 inbringade GomSpace ca 125 MSEK via en nyemission och i april 2017 emitterades 1,75 miljoner aktier i en *private placement* som inbringade 95 MSEK före transaktionskostnader. Under de första sex månaderna 2017 uppgick GomSpaces burn rate till 12,6 MSEK/mån och under Q2-17 var motsvarande siffra 9,2 MSEK/mån. Alla värden har justerats för poster hänförliga till nyemission.

Utgående kassa under juni 2017 var 87,9 MSEK. Tills den sista augusti har två månader fortlöpt och beroende på tillämpad burn rate (12,6 MSEK eller 9,2 MSEK per månad), uppgår kassan till mellan 62,6 MSEK och 69,5 MSEK per den sista augusti. Följande är en illustration av GomSpaces likvida medel givet två olika scenarion av burn rate, vilka båda baserar sig på observationer från H1-17:

Utebliven lönsamhet pressar ned kassaflödet från rörelseverksamheten och extern kapitalanskaffning kan vara ett alternativ för bibehållen likviditet.

Likviditetsnivå



Analyst Groups prognos

CFO-INTERVJU, TROELS DALSGAARD NØRMØLLE



For those which have not yet heard of GomSpace, could you elaborate a little bit more about who you are, what you do and what markets you address?

The company was established in 2007 (our 10th anniversary is at the end of September). At the beginning the company was founded by three students from AAU (the local university) and it has been growing slowly in the first years, however in 2016 we started expanding significantly and we were also listed at NASDAQ First North Premier in Stockholm in June. At the moment, we are approx. 130 employees and we have just moved into new facilities.

We manufacture nanosatellites – small cube satellites measuring 10x10x10 cm. Our satellites are 1000 times cheaper than traditional satellites and they operate in an altitude of 500-800 km. Our satellites have various application areas; tracking aircrafts and ships, defence/security solutions, remote sensing etc.

We operate in different markets, military and surveillance, communications, navigation as well as the scientific market. We have customers in approx. 55 countries.

We understand that the market for nano/microsatellites is expected to grow in a rapid pace. According to you, what are the main and most important drivers for that expected growth?

The satellites are available to many more customers than before, primarily because of the low cost. Our satellites are manufactured specifically to our customers' requests and can be manufactured within a fairly short timeline. We consider the availability, short delivery time and the customer-specific end-products to be very important drivers for the growth.

You have set ambitious growth targets and aim to sell for approx. 800 MSEK in 2021. What will it take from you in order to reach that goal?

In relation to our relocation to the new facilities we have had a chance to look at our procedures and how the entire set-up of the company is. We expect that we in future will have a more streamlined production-area and thereby be able to manufacture our products more efficiently.

Do you see any challenges with expanding that fast and at the same time being able to keep your costs under control?

Yes. Since we aim to continue to grow at a high rate and scale up our organization, this will present challenges when it comes to keeping our costs under control.

Do you see any other main challenges that you are facing today, or could face in the future?

One of our main challenges today is the large number of new employees. Even though many of our new employees are very experienced it does take a while before everyone is accustomed to our procedures etc.

Could you mention three reasons as to why GomSpace is a good investment today?

1. We experience significant growth, mainly due to the fact that this is a niche market with large potential.
2. We have a competitive advantage as we have proven nanosat capability and a flawless "flight heritage", moreover we deliver world class radio technology.
3. We have secured several orders, one of them being the largest order of nanosatellites in history, which proves our capacity as a company.

Augusti 15 2017

LEDNING & STYRELSE



Niels Buus, CEO

Niels är VD för GomSpace och har tidigare varit VD, styrelseledamot och styrelseordförande i flera olika bolag. Utöver sitt uppdrag i GomSpace sitter Niels som styrelseordförande i Chora Group och Northern VO ApS, styrelseledamot i Level 8 ApS och är ägare samt VD i Longbus Holding ApS. Niels har en MSc (Sloan Fellowship Master) från London Business School, en MSc (Applied Optics) från Imperial College och en MSc i maskinteknik från Ålborg Universitet.



Troels Dalsgaard Nørmølle, CFO

Troels har erfarenhet av internrevisorsutbildningar från EY och PwC. Troels ägar Skallerup Invest IVS, Skallerup Supply IVS. Vidare är Troels delägare i Ejendomsselskabet Vrensted IVS (där han även är VD), samt delägare i Nørmølle Holding ApS, Skallerub Teknik IVS och Skallerup Bryggeri IVS. Troels är styrelseledamot i Hjørring Konservative Vælgerforening. Troels har en HD.R Graduate Certificate in Business Administration från Ålborg Universitet.



Lars Krogh Alminde, CPIO

Lars är styrelseledamot i GomSpace ApS sedan 2012 och är även ägare av Black Pepper Invest ApS. Han var tidigare VD och CSO i GomSpace ApS. Lars har en PhD och en MSc i elektroteknik från Ålborg Universitet.



Børge Witthøft, CSO

Utöver sitt uppdrag i Bolaget är Børge styrelseordförande i Boelplan A/S, Navicon A/S och Vento Nordic A/S. Han är styrelseledamot i Staermose Industry A/S och VD i B. Witthøft ApS. Han har en MSc från Danmarks Tekniske Universitet.



Klaus W. Ahlbech, R&D Director

Klaus är R&D-chef på GomSpace och har varit det sedan februari 2017. Innan GomSpace har han bl.a. arbetat med internationell försäljning på Cortex Technologies ApS och varit vice chef samt COO på RTX Telecom A/S. Klaus har en MSc i elsystem och ett Diploma in Business Administration från Ålborg Universitet.



Morten Jeppesen, Director of Customer Delivery

Morten är Director of Customer Delivery på GomSpace och har varit det sedan april 2017. Tidigare har han varit chef för Art Ship & Propeller hos MAN Diesel & Turbo fram till 2017, produktchef på BAE Systems Applied Intelligence till 2014, ingenjörchef på BAE Systems Detica GCS fram till 2013 och teknisk programchef till 2013 - även hos BAE Systems Detica GCS. Morten har en civilingenjörsexamen i elektroteknik från Ålborg Universitet.



Tanja Frifeldt, Executive Assistant and Legal Manager

Tanja är chef för avdelningen Legal/Executive Assistant och har varit det sedan augusti 2016. Hon är även styrelseledamot i SteinWurf ApS. Tanja har tidigare erfarenhet som juridisk chef hos Borean Innovation A/S. Hon har en MSc i Business Administration and Commercial Law och en kandidatexamen i juridik från Ålborg Universitet.

LEDNING & STYRELSE



Jukka Pertola, Styrelseordförande

Jukka har mer än 20 års erfarenhet av företagsledning inom ICT-, energi-, industri-, infrastruktur- och vårdsektorn. Han har över 10 års internationell erfarenhet som styrelseledamot i privata och publika organisationer. Utöver sitt uppdrag i GomSpace som styrelseordförande är Jukka bl.a. styrelseordförande i Siemens Wind Power A/S och LEO Pharma A/S. Han är styrelseledamot i Siemens A/S, Industriens Pensionsförsäkring A/S, Baltic Development Forum, Confederation of Danish Industries, COWI A/S, Danish Academy of Technical Science och Siemens Danmark (där han även är VD). Jukka har en MSc i elektroteknik.



Jesper Jespersen, Vice styrelseordförande

Jesper har erfarenhet från ledande befattningsroller och styrelseuppdrag. Han är styrelseordförande i BBHS A/S samt styrelseledamot i flera bolag inom NOVI/BOREAN koncernen. Han är även VD i NOVI A/S, NOVI Innovation A/S och NOVI Ejendomsfond. Jesper har en MBA från Århus Business School och en mini-MHA från Stanford University.



Carl Erik Jørgensen, Styrelseledamot

Carl-Erik har mer än 8 års erfarenhet av styrelseuppdrag i ett tjugotal olika företag som representant för BOREAN Innovations A/S. Han är styrelseordförande i Cool Dane ApS, Bike2 ApS, Suntherm ApS, Nanorig A/S, Agrit ApS, Tracelink ApS, Peerpilot ApS, TKS A/S och Inropa A/S. Han är styrelseledamot i GomSpace ApS sedan juli 2008, Scale Biofuel ApS och 2Operate A/S. Carl-Erik har en civilekonomexamen från Köpenhamns Handelshögskola.



Anna Rathsmann, Styrelseledamot

Anna Rathsmann är Senior Vice President & CTO vid Technology & Innovation of Swedish Space Corporation (SSC) sedan juli 2015. Hon var även ordförande för SSC fram till juli 2015 och Senior Vice President Corporate Communications & Business Development fram till juni 2012 - också hos SSC. Anna har en civilingenjörsexamen i elektroteknik från Kungliga Tekniska Högskolan (KTH) i Stockholm.



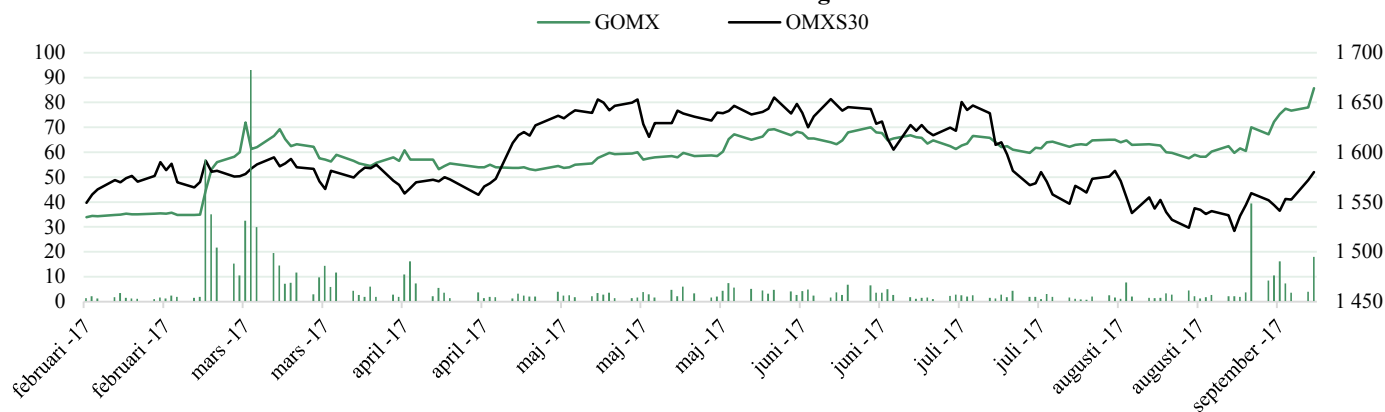
Steen Lorenz Johan Hansen, Styrelseledamot

Steen är VD och majoritetsägare i HL-Invest ApS och har varit det sedan 1998. Han var ordförande och VD för Computer Resources International A/S fram till 1998. Steen har en MSc i elektroteknik från Danmarks Tekniske Universitet.

APPENDIX

Analyst Groups prognoser	2016A	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Omsättning	54 142	85 000	206 502	383 450	565 835	748 220
Bruttoresultat	25 201	25 747	106 808	226 781	347 342	463 462
EBIT	-14 510	-57 572	-30 197	14 431	52 750	80 065
Nettoresultat	8 981	-58 961	-31 586	10 173	40 061	61 367
P/S	41,6	26,5	10,9	5,9	4,0	3,0
P/E	neg	neg	neg	156,0	42,7	28,1
EV/S	40,2	25,6	10,5	5,7	3,8	2,9
EV/EBIT	neg	neg	neg	150,8	41,3	27,2

Aktiekursens utveckling



	2012	2013	2014	2015	2016	12 månader rullande
Omsättningstillväxt	n.a	71,2%	174,1%	27,9%	58,8%	
Bruttomarginal	58,5%	37,5%	41,4%	50,4%	46,5%	30,6%
EBIT-marginal	-8,4%	6,6%	16,0%	-13,7%	-57,6%	-61,2%
Nettomarginal	-4,3%	0,2%	4,6%	-6,9%	16,6%	-25,9%
ROA	-3,2%	0,2%	6,4%	-7,9%	4,4%	-6,9%
ROE	-4,2%	0,3%	15,9%	-17,1%	6,1%	-9,1%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	100,0%

Resultaträkning (tSEK)	2012	2013	2014	2015	2016	12 månader rullande
Omsättning	5 676	9 720	26 645	34 087	54 142	74 333
COGS	n.a	-6 073	-15 616	-16 892	-28 941	-51 595
Bruttoresultat	3 322	3 647	11 029	17 195	25 201	22 738
Bruttomarginal	59%	38%	41%	50%	47%	31%
Rörelsekostnader	n.a	-3 405	-9 267	-19 552	-39 711	-68 266
EBIT	-279	242	1 762	-2 357	-14 510	-45 528
EBIT-maginal	-5%	2%	7%	-7%	-27%	-61%
Finansnetto	-40	-200	-178	-766	19 997	17 667
EBT	-319	42	1 584	-3 123	5 487	-27 861
EBT-maginal	-6%	0%	6%	-9%	10%	-37%
Nettoresultat	-245	16	1 224	-2 369	8 981	-19 247
Nettomaginal	-4%	0%	5%	-7%	17%	-26%

Balansräkning (tSEK)	2012	2013	2014	2015	2016	12 månader rullande
Eget kapital	5 804	6 038	7 721	13 816	146 106	211 548
Totala tillgångar	7 607	10 372	19 051	30 067	206 048	276 947
Nettoskuld	-54	-1 064	1 766	10 389	-57 195	-75 129
Kassa och bank	736	1 806	1 539	1 268	73 803	87 855
Sysselsatt kapital	6 486	6 780	11 026	25 473	162 714	227 561
Rörelsekapital	2 415	1 898	3 968	9 258	79 500	119 510
Soliditet	76%	58%	41%	46%	71%	76%

Nyckeltal	2012	2013	2014	2015	2016	12 månader rullande
P/E	n.a	n.a	n.a	n.a	96	-117
EV/EBIT	n.a	n.a	n.a	n.a	-55	-48
P/S	n.a	n.a	n.a	n.a	16	30
EV/Sales	n.a	n.a	n.a	n.a	15	29
P/BV	n.a	n.a	n.a	n.a	6	11
Räntetäckningsgrad	n.a	n.a	n.a	n.a	neg.	neg.

DISCLAIMER

Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument eller annan information härrörande AG Equity Research AB (vidare AG) är framställt i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analyserna är baserade på källor och uppgifter samt utlåtanden från personer som AG bedömer tillförlitliga. AG kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Alla estimat i analyserna är subjektiva bedömningar, vilka alltid innehåller viss osäkerhet och bör användas varsamt. AG kan därmed aldrig garantera att prognoser och/eller estimat uppfylls. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från AG eller personer med koppling till AG, alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och information härrörande AG är avsett att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut. Investerare uppmanas att komplettera med ytterligare material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. AG frånsäger sig allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av material härrörande AG.

Intressekonflikter och opartiskhet

För att säkerställa Analyst Groups oberoende har Analyst Group inrättat interna regler för analytiker, utöver detta så har alla analytiker undertecknat avtal i vilket de är skyldiga att redovisa alla eventuella intressekonflikter.

Dessa har utformats för att säkerställa att *KOMMISSIONENS DELEGERADE FÖRORDNING (EU) 2016/958 av den 9 mars 2016 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 vad gäller tekniska standarder för tillsyn för de tekniska villkoren för en objektiv presentation av investeringsrekommendationer eller annan information som rekommenderar eller föreslår en investeringsstrategi och för uppgivande av särskilda intressen och intressekonflikter* efterlevs.

För fullständiga regler för våra analytiker se: www.analystgroup.se/ansvarsbegransning

Bull and Bear- Rekommendationer

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.

Övrigt

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

Analytiker äger inte aktier i bolaget.

Analysen har ingen planerad uppdatering.

Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2016). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.



Ag

Analyst Group

AG EQUITY RESEARCH AB

**RIDDARGATAN 35
114 57 STOCKHOLM**

© AG Equity Research AB 2014-2016
WWW.ANALYSTGROUP.SE