

## GomSpace gør sig klar til et boom i 2020'erne – aktien har derfor en langsigtet profil

- GomSpace er en særdeles interessant og spændende aktie med et enormt udviklingspotentiale, som skal udfolde sig i 2020'erne. Denne situation indebærer imidlertid også en høj risiko, da der er tale om en ny branche. Vækstmulighederne er fantastiske på stribevis af nye områder, og fokus er kommercielle formål, hvor efterspørgslen vil drive udviklingen frem. Der vil også blive tale om erobring af opgaver fra de eksisterende satellitter (disruption). Trumfkortet er et prisniveau på en brøkdel set i forhold til det tidligere satellitmarked.
- Selskabets produkter åbner helt nye former for anvendelse af satellitter. Satellitetoday.com skønner, at der om ti år vil være 6.200 nanosatellitter i cirkulation. Antallet af opsendelser i 2014 var på blot 158 styk. Branchemediet MarketsandMarkets skønner, at markedet vil vokse fra 1,2 mia. USD i år til 3,5 mia. USD i 2022. GomSpace søger ved sin indsats i produktudvikling og med etablering af serieproduktion at fastholde markedsandelen på 15 % og udvide den yderligere.
- Selskabet er fortsat orienteret mod Europa. For at ekspandere er der i år etableret salgs- og projektkontorer i Washington og Singapore. USA er nemlig det største marked (70 %), men Asien rummer også et stort potentiale. Regeringer i en række lande er begyndt at støtte og fremme brugen af nanosatellitter, da man erkender den nye teknologis fordele og store udviklingsmuligheder.
- GomSpace ønsker at forblive producent af satellitter og delsystemer hertil. Man ønsker at undgå konkurrence med kunder som tilbyder services. Undtagelsen er servicetilbud vedrørende overvågning af fly, hvor man dels er ledende aktionær i Aerial & Maritime, der fra 2018 vil dække 112 lande rundt ækvator, og et nyt datterselskab i Luxembourg som må formodes at starte lignende services globalt.
- Ledelsen har ikke fremlagt nogen form for guidance, hvilket er forståeligt henset til stor usikkerhed for et så ungt firma i en dynamisk branche. Strategien sigter mod at opbygge en stærk produkt- og produktionsplatform, som kan håndtere høj vækst og klare levering af store serier af nanosatellitter fra 2020. Her har ledelsen angivet en bred indikation for selskabets ønskede format, nemlig at GomSpace i 2021 skal nå op på en omsætning på ca. 820 mio. SEK (70 % gennemsnitlig årlig vækstrate mod markedets 24 %). Denne Guidance fremgår af Børsprospektet fra sommeren 2016. Personalet påregnes udvidet til 350, og her er man i Q3 nået til 109 (fuld tid).

### Anbefaling:

Kort sigt: Afvent køb (før Hold)  
 Langt sigt: Afvent køb (før Køb)  
 Kursudvikling 0-6 mdr.: 75 – 110 SEK (60-75 SEK)  
 Kursudvikling 12-18 mdr.: 100 – 150 SEK (75-100 SEK)  
 Tidligere anbefaling: Hold/Køb den 04-09-2017 ved kurs 67,5 SEK.

Aktuel Kurs: 94 SEK  
 Børs: NASDAQ First North Premier i Stockholm  
 Markedsværdi: 2.468 mio. SEK  
 Antal aktier: 26,257 mio. styk  
 Næste regnskab: Q4 regnskab februar 2018

### Selskabets forventninger til indeværende regnskabsår

Der er fortsat ikke opstillet direkte finansielle mål for 2017 eller 2018. I 2021 forventer selskabet at omsætte for 820 mio. SEK med en bruttomargin på 65 % og at beskæftige 350 ansatte. Man sigter altså mod en flerdobling i størrelse og at opnå et betydeligt løft i bruttomarginalen. Skift fra håndværk til industriel serieproduktion med kvalitetsstyring er i fokus.



Høj / Lav 12 måneder: 127,25 / 28,8

**Muligheder:** Vækstmulighederne er enorme i det unge marked for nanosatellitter, og konkurrencen er fortsat begrænset. Selv om prisen er lav for nanosatellitter, udføres de i høj kvalitet. Aktiekursen kan stige gevaldigt, hvis ledelsen formår at leve op til de udmeldte finansielle mål for salg og indtjening i 2021. Spidskompetencen i overvågning af flytrafik vil man selv udnytte og være serviceudbyder inden for. Selskabet er en Take-over kandidat. En køber skal findes i aerospace/fly/våben branchen eller blandt store, vækstorienterede koncerner.

**Risici:** Væksttempoet er ekstremt med en stigning fra 55 til 148 for samtlige ansatte i de seneste 12 måneder. Det stiller store krav til ledelsens styring af organisationen. Indfasning af nye folk og produktudvikling belaster desuden før indtægterne fremkommer. Kvaliteten af udstyret skal være helt i top og kan blive et svagt punkt pga. den rivende vækst. Investorerens interesse for potentialet giver aktien en høj prissætning, dvs. stor kursfølsomhed. Noteringen på First North Premier, Sverige, betyder lidt lavere handelsomfang end på hovedbørsen.

## Fakta om GomSpace

- GomSpace er hjemmehørende i Aalborg, hvor aktiviteten foregår med koncept- og produktudvikling samt salg og produktion af nanosatellitter. Selskabet har i år åbnet et kontor i Singapore og et salgs- og projektudviklingskontor i Washington, USA. Det er gennemført for at komme tættere på de vigtige markeder i Asien og Nordamerika. I Q3 er der indgået en aftale om etablering af et selskab i Luxembourg, der skal fungere som serviceudbyder (sandsynligvis et identifikationssystem for fly).
- GomSpace A/S blev grundlagt i 2007 af tre studerende ved Aalborg Universitet, der er kendt for en ledende stilling angående radiokommunikation. Universitetets arbejde med nanosatellitter var indledt allerede i 2001. Man indtager en pionerrolle i et nyt marked med en rivende udvikling. Branchemediet MarketsandMarkets forventer en årlig vækstrate på i gennemsnit 23,7 % i tiden indtil 2022. I Q3 rapporten nævnes, at der i de næste 10 år forventes opsendt ca. 6.200 små satellitter og at over 70 % af disse vil indgå i konstellationer af flere. Netværk er nemlig næste trin i udviklingen. Teknologiuudviklingen er derfor nu rettet mod at kunne håndtere de relevante opgaver med samordning og kommunikation mellem disse plus dataoverførsel herfra til jorden.
- Selskabets aktie er noteret på First North Premier i Stockholm. Børsnoteringen er sket via et til formålet oprettet svensk moderselskab, GomSpace Group AB. Tickerkoden er GOMX. Moderselskabet GomSpace Group AB har nu 6 helejede datterselskaber: GomSpace A/S, NanoSpace AB, GomSpace Orbital ApS, GomSpace North America LLC, GomSpace ASIA Pte. Ltd. og GomSpace Luxembourg S.A.R.L. Desuden ejes 48 % af Aerial & Maritime Ltd. (Mauritius), som skal opbygge og drive et nyt projekt med servicevirksomhed inden for satellitovervågning af flytrafik m.m.
- Børsnoteringen fandt sted med første handelsdag den 16-06-2016 efter salg af 8 mio. styk nye aktier til kurs 12,5 SEK. Den 01-07-2016 blev der solgt yderligere 2 mio. aktier til samme kurs. Selskabets totale bruttoprovenu fra børsnoteringen androg 125 mio. SEK. Ved børsnoteringen fik man tæt ved 3.000 nye aktionærer. Efterfølgende blev der i april i år foretaget en rettet emission ved salg af 1,75 mio. nye aktier til en kreds af institutionelle investorer til kurs 54,5 (en discount på 10 % i forhold til slutkursen dagen før). Salget tilførte GomSpace et bruttoprovenu på 95 mio. SEK.
- I alt er der efter den seneste emission 26.257.334 udestående aktier. De oprindelige ejere bestående af Borean/NOVI, Hansen & Langeland ApS samt stiftere og ledelse ejede inden den sidste emission 59 % af aktierne. GomSpace har ikke oplyst navne på nye aktionærer og heller ikke ændrede tal for de oprindelige ejeres justerede andel eller antallet af aktionærer. Storaktionærerne anses som langsigtede investorer, og de er pålagt en lock-up periode frem til 01-07-2018.
- Selskabet har kunder i 55 lande, og listen omfatter universiteter, forskningsorganisationer, nationale rumagenturer, kommercielle virksomheder og forsvar.
- Selskabet er en fremstillingsvirksomhed, og man ønsker ikke at konkurrere med kunder, som udbyder serviceydelser. En undtagelse er dog et nyt segment for identificering af fly via signaler fra transponders, som selskabet har udviklet systemer til. Derfor indgik man sidste år aftale om at deltage i et projekt omfattende drift af satellitter til brug for overvågning af kommerciel trafik til lands, vands og i luften i det ækvatoriale område. Det påbegynder drift i 2018 og vil involvere 112 lande. GomSpace er her kommet med i et samarbejde med Investeringsfonden for Udviklingslande på lukrative vilkår, og man indtager hovedrollen. I Q3 er der etableret et fuldt ejet datterselskab i Luxembourg med henblik på drift og salg af serviceydelser (sandsynligvis dækkende flytrafik).
- GomSpace ledes af CEO Niels Buus (født 1957). Bestyrelsens formand er Jukka Pertola (født 1960; stopper som administrerende direktør i Siemens A/S ved udgangen af 2017).
- Selskabet er inde i særdeles hurtig ekspansion. Ultimo Q3 beskæftigede man 148 medarbejdere (svarende til 109 fuldtidsansatte, FTE). Ultimo 2016 var tallet 77 og pr. Q3/2016 kun 38. Fordeling af de 148 medarbejdere opgjort ud fra område er: 110 personer (heraf mange rumfartsingeniører) beskæftiget med fremstilling, forskning og udvikling; salget varetages af 15 personer; de administrative opgaver klares af 23 medarbejdere. Til sammenligning var tallene på samme tid sidste år 34/10/11 medarbejdere. Virksomheden er således blevet udvidet gevaldigt med fokus på udvikling og produktion.

## Nanosatellitter åbner helt nye muligheder og er ved at være klar til at angribe det gamle satellitmarked

GomSpace udvikler, designer, producerer og leverer nanosatellitter til civil og militær anvendelse med et bredt virkefelt dækkende telefonisk satellitkommunikation, overvågning af radiokommunikation (blandt andet militært), overvågning af fly- og skibstrafik, sikkerhedsopgaver og overvågning af øde områder, fx Grønland og Nordpolen. Antallet af små satellitter forventes om 10 år at være vokset til over 6.000, og heraf vil størstedelen (skøn: over 70 %) indgå i netværksløsninger med mange koordinerede enheder.

GomSpace er en blandt få pionerer i denne nye branche, der er klar til at "disrupte" det etablerede satellitmarked. Nanosatellitter er små med en vægt op til 50 kg, men den typiske størrelse ligger på 4-6 kg. GomSpace benytter et modulsystem, som har formateret 10x10 cm og kan omfatte 1, 3, 6 eller 12 af disse enheder (en ny 8U model udvikles også) med heraf følgende større længde. En satellit skal indeholde basisfunktioner til at håndtere energi (solpaneler), positionering, radiokommunikation, selvdestruktion efter brug mv. Man søger at indbygge back-up kapacitet i satellitten i det omfang, der er plads hertil for at øge driftssikkerheden, da det jo er vanskeligt eller umuligt at reparere efter opsendelsen. Prisen starter ved 1 mio. DKK, og den samlede pris inkl. opsending ligger nede under 1 promille af de hidtidige store satellitter. Et så drastisk lavere udgiftsniveau udvider markedet gevaldigt. Helt nye former for brug kan dermed blive tilgængelige, og her er erhvervskunder i centrum. Nu vil kommercielle formål blive vigtigere end infrastrukturfunktioner og opgaver med statslig overvågning eller militært sigte.

Udnyttelse af den mest moderne hard- og software har muliggjort opfindelsen af nanosatellitter, der har langt mindre plads og vægt end de hidtil store og særdeles dyre satellitter. Teoretisk set har en nanosatellit lang levetid, men behov og funktioner ændres hurtigere. I praksis regner man med kun 5 års drift, før der er økonomisk ide i en udskiftning, da ny og forbedret teknologi (komponenter) forbedrer ydelsen. Der er i øvrigt indbygget en funktion med selvdestruktion for at undgå "rumskrot" i form af de stadigt flere opsendte satellitter.

Nanosatellitter er hidtil blevet konstrueret individuelt ud fra kundens ønsker til specifikke opgaver, og det kombineres så med anvendelse af basismodulerne. Modellen GOMX-1 blev lanceret i 2013. Udgave nr. 2 blev opgivet til fordel for GOMX-3 i 2015. GOMX-4A og GOMX-4B er taget i anvendelse i år. Et nyt satellitprogram baseret på 6U platformen er blevet frigivet til salg i første halvår. Fremadrettet er det målsætningen, at der skal opnås markante fordele ved at skifte til serieproduktion. Flere nanosatellitter kan kædes sammen i et netværk og dermed opnå endnu større samlet kapacitet, hvorved større opgaver kan klares. Skift til serieproduktion vil give mange fordele. Det vil reducere udgifterne til udvikling og produktion, sikre kvaliteten og gøre forretningen skalerbar. Det gælder om at sælge standardudstyr og supplere ved at skræddersy satellitten med præcis det måle-/driftsudstyr, som den pågældende opgave kræver.

Satellitterne sendes typisk i kredsløb i 500-800 km's højde over jorden, hvorfra de kan udføre opgaver og målinger. Der er ikke tale om geostationære satellitter, og banen rundt om jorden tager 90 minutter. Derfor skal der anvendes flere nanosatellitter, hvis der ønskes konstant dækning af et geografisk område. GomSpace køber sig plads til opsendelse via raketter, primært russiske - men fremover også i Kina. Små satellitter kan desuden medtages, hvis der er ekstra plads på en tur, og det kan sænke prisen. Via datterselskabet GomSpace Orbital ApS er forretningen blevet udvidet, så indkøbt kapacitet på raketopsendelser både kan anvendes til egne kunder og sælges videre til andre. Det ligner et forsøg på at sikre sig tilstrækkelig med "raket-plads" på forhånd, og herigennem fremmer man sit salg.

Teknologien i branchen udvikler sig eksplosivt, og det er vigtigt hele tiden at gøre brug af de nyeste komponenter. Med en pris på ned til 1 mio. DKK for en nanosatellit, udgør økonomien ikke længere en barriere. Kunderne formodes at være parat til "kreativ destruktion" ved at skifte til en nyere teknologi for bedre at kunne løse de opgaver, som ønskes udført. Det gælder såvel kommercielle virksomheder som statslige organisationer, herunder militær og efterretningstjenester. Der er derfor tale om et marked i voldsom vækst, og for udbydere som GomSpace gælder det om hele tiden at være i front med teknologien. Kunderne vil have det nyeste isenkram og er klar til at betale for høj kvalitet.

I praksis betyder det at GomSpace løbende skal forny sine delsystemer og moduler, samtidig med at stadig mere avancerede færdige satellitløsninger med topydelse skal kunne tilbydes. Det kræver store investeringer i udviklingsafdelingen. Her satses der netop nu på at tage et nyt skridt i udviklingen ved at kunne tilbyde håndtering af netværk bestående af mange satellitter. Perspektivet for Aerial & Maritimes netværk sigter således mod 80 styk i omløb i 2021. Disse netværk vil samtidig give endnu højere efterspørgsel på services baseret på brug af nanosatellitter, og når dette punkt nås, vil konkurrencen med traditionelle satellitter for alvor slå igennem. Først da vil der være tale om disruption. Første fase har været rettet mod nye muligheder og afgrænsede opgaver. Udviklingen i komponentteknologi og software er sammen med fremkomst af nye anvendelseskoncepter så hurtig, at der vil være tale om en form for "kreativ destruktion" med skift til nye og stærkt forbedrede satellitter, før de gamle bliver uegnede. GomSpace mener selv, at 5 års kommerciel levetid vil blive normen, og dermed at "genudsendelser" vil udgøre 20 % af bestanden af de allerede opsendte nanosatellitter, altså en høj udskiftning.

## Nanosatellitter – et marked i voldsom vækst

Satellitmarkedet har hidtil været domineret af få serviceselskaber med store systemer, der indebar mange års levetid og en karakter af infrastruktur. En kendt udbyder er det børsnoterede selskab INMARSAT (børskode: ISAT). Satellitmarkedet har været kendetegnet af ekstremt høje priser (mia. USD) for at udvikle og bringe en ny satellit i orbit. Disse serviceudbydere er derfor låst fast af den systeminvestering, der er foretaget upfront. Da de dermed har afholdt størsteparten af deres udgifter, kan de gå langt ned i pris med tilbud, hvis de bliver presset af nye udbydere med nanosatellitter. De gamle geostationære satellitter vil derfor fortsætte med at udføre deres opgaver, herunder kontrol af national sikkerhed militært (inkl. spionage/overvågning) og kommunikationssystemer (GPS).

GomSpace adresserer et nyt, nichepræget marked, som vokser stærkt pga. prisfald baseret på ibrugtagning af nye komponenter og software. Det giver også mulighed for hurtig start med lancering af nye servicetilbud (Internet of things vil således kræve kapacitet i de

kommende år). Branchemediet MarketsAndMarkets forventer, at markedet for nanosatellitter (vægt 1-10 kg) og mikrosatellitter (11-100 kg) vil vokse fra 1,2 mia. USD i 2017 til 3,5 mia. USD i 2022 svarende til en årlig vækstrate på knapt 24 %. Spaceworksforecast.com forventer, at markedet vil blive drevet af kommercielle opgaver, der vil udgøre 70 % af markedet. I dag er fordelingen omvendt. USA er også i denne branche det vigtigste enkeltmarked med en andel på ca. 70 %, men der ses også store ekspansionsmuligheder i Asien. GomSpace satser på at tage sin andel af det stigende marked, og åbningen af kontorer i USA og Singapore skal fungere som springbræt til markederne uden for Europa, hvor man har haft sin base i startfasen. De nye salgsheder understreger altså vækstambitionen.

Markedet må betegnes som helt ungt og præges af få aktører. GomSpace vurderer, at deres markedsandel i 2016 lå omkring 15 %, mens hollandske ISIS, engelske Clyde Space og de to amerikanske selskaber, Tyvak og Blue Canyon, er af nogenlunde samme størrelse med tilsammen en markedsandel på 60 %. Mindre aktører står for de resterende 25 % af markedet. Udbydere er altså nogenlunde jævnbyrdige - eller rettere sagt stadigvæk meget små virksomheder. Evnen til produktudvikling er ikke skæv pga. stor markedsandel hos en fabrikant. Denne neutrale struktur i branchen kan dog pludselig ændre sig, hvis en stor koncern fra eksempelvis fly- eller raketbranchen kaster sig ind via et opkøb. Ingen af de traditionelle satellitproducenter eller serviceudbydere har udvist en sådan interesse for nanosatellitter, men såfremt de vælger at "se nedad", kan GomSpace - eller et andet selskab - blive mødt af et Take Over bud, da en stor koncern må forventes at hoppe ind på denne måde for at udnytte den kapitalmæssige styrke og spare tid. Det kan ændre branchen. For GomSpace gælder det om at sikre sig en andel i det hastigt voksende marked, og heldigvis udvikler ordreindgangen sig stærkt. Konkurrencen må dog forventes at stige i de kommende år, da potentialet er så stort, at nye firmaer vil ønske at være med.

## Stribevis af vigtige nyheder i tredje kvartal og videre frem til i dag

Selskabet har opnået tilsagn fra Innovationsfonden til to udviklingsprojekter, der vi involvere henholdsvis Aalborg Universitet og Aarhus Universitet. Projekterne indgår som led i opbygning af evne til at kunne tilbyde koordinerede netværk af satellitter, hvilket kræver styring og kommunikation via bredbånd af enhederne. Netop sådanne løsninger forventes at udgøre størstedelen af afsætningen om to-tre år.

På ordresiden er der opnået en udvidelse af den hidtil største rammeaftale, der er indgået med Sky and Space Global svarende til 13-15 mio. € ud over den oprindelige ramme på 35-55 mio. €. Med AISTECH er der indgået en aftale med en ramme på 12,5 mio. € (ca. 100 satellitter). En lille, testlignende ordre er opnået i Tyskland til det såkaldte OSIRIS projekt.

En indledende aftale er indgået med Singapore's lufthavnsvesen med henblik på at udvikle en ny løsning til radiokommunikation. Der er opnået en udvidelse af kapitalgrundlaget i Aerial & Maritime, hvilket tyder på en hurtigere og udvidet projektudrulning her.

En interessant udvikling er i gang inden for selskabets system til overvågning af flytrafik baseret på signaler fra transponders. Her har man besluttet at etablere et driftsselskab i Luxembourg, der må antages at skulle operere en forretning i dette felt. Her har man desuden - uden direkte oplyst sammenhæng hermed - indgået en aftale med flyfabrikanten Airbus om at gøre det muligt at "tracke" alle Airbus fly.

Selskabets hurtige udvikling med nye aftaler fortsætter - selv om det skal understreges, at der er tale om rammeaftaler og ordrer med karakter af prøve/test og et element af produktudvikling, før de endelige løsninger er klar og kan iværksættes som rigtige, store ordrer.

## Forretningsudviklingen i 2017 - Fordobling af aktiviteten, store investeringer og voldsomt cash burn

Aktivitetstempoet er næsten fordoblet i årets ni måneder sammenlignet med året før. Den reelle omsætning ud fra produktionskriteriet er vokset med 95 % (regnskabsmæssigt +80 % pga. regulering af opgaver udført for det delvist ejede selskab Aerial & Maritime). Antallet af medarbejdere er imidlertid vokset betydeligt kraftigere, og den fortsatte indfasning af personale indebærer store udgifter, før en normal arbejdsindsats kan komme i gang med generering af indtægter. Det er en normal struktur men vejer tungere her med de komplicerede produkter. Mekanismen har tidligere ramt vindmøleselskaberne, hvor den modsatte situation med tomgang og neddrøling også er set. Ledelsen skal håndtere en krævende opgave med styring for hele tiden at sikre en holdbar indre balance i dette hæseblæsende forløb. Det gælder om konstant at fastholde grebet om økonomien, og heldigvis har man en god likviditet. Cash burn er dog steget markant i år, og cash flow'et skal bringes tilbage mod et positivt niveau. Kvalitetssikring er et afgørende punkt, og her har man påbegyndt en proces med at etablere en systematisk indsats, der passer ind i den nye struktur med industriel serieproduktion, hidtil har der været tale om individuel udførelse af opgaverne med et håndværksmæssigt præg. Nye faciliteter er taget i brug for at kunne klare denne omstilling og udvidelse. De kendte ordrer omfatter indledningsvis små serier, og det giver mulighed for en blød start. Indtil videre er ambitionen, at kapaciteten skal kunne levere en satellit om dagen som output. Hertil kommer så opgaverne med levering af dele og komponenter.

Økonomisk har udviklingen i Q1-3 ført til en halvering af bruttoavanceprocenten, og driftsresultatet endte med et underskud på -45 mio. SEK (+2). Til trods herfor er likviditetsreserven vokset fra 74 til 83 mio. SEK, men det skyldes tilførsel af 95 mio. SEK ved en aktietegning. Uden de nye penge ville hele kassebeholdningen være brugt op. Tilsvarende er egenkapitalen forøget fra 146 til 199 mio. SEK, men justeret for det tilførte provener er nedgangen reelt på 42 mio. SEK. Balanceposterne bogføres til i alt 255 mio. SEK, og det indebærer en

høj egenkapitalandel på 78 %. I betragtning af det store cash burn er dette tal dog ikke retningsgivende. Det må være tid nu til en opstramning. Heldigvis er aktien omgærdet af stor interesse fra investorenes side, og den høje børskurs fungerer i praksis som et indirekte finansielt beredskab, da det vil være muligt at fremskaffe ekstra egenkapital ved en ny aktietegning. Her skal man holde sig under grænsen på 10 %, idet en større emission kræver udarbejdelse af et børsprospekt, hvilket er en krævende opgave. Uanset aktiekursens (børsværdien) udmærkede funktion som rygstød (afspejler høj tillid), så er investorenes tålmodighed lav over for selskaber, hvis de igen og igen udsteder nye aktier pga. et stort cash burn. Aktiekursen vil ende med at komme under pres, hvis det fortsætter.

## Fremtiden og vurdering af aktiens forhold

Kernepunktet i forståelsen af selskabets forhold er, at man befinder sig i en fase med særdeles høj vækst i et produktområde, som fortsat ligger i et tidligt stadie. Tingene har endnu ikke fundet frem til sin rigtige, permanente form. Der fremkommer løbende nye projekter og muligheder for anvendelse af teknologien. Markedet er ikke engang begyndt at modne, og de store koncerner indenfor fly og våben viser endnu ikke aktiv interesse for teknologien og de fantastiske udviklingsmuligheder, som er ved at åbne sig. I de rige I-lande klares behovet for militære og efterretningsmæssige opgaver af store, gammeldags satellitsystemer. Små lande får dog nu adgang til en helt anden og langt billigere måde at løse opgaver på ved hjælp af nanosatellitter. Danmark vil eksempelvis afprøve GomSpace-udstyr til overvågning af Grønland på denne måde. Hvis testen er tilfredsstillende, kan ordrer på et fuldt dækkende system med flere satellitter være på vej.

Samtidig udvides og ændres markedet, idet stringent civile opgaver hidtil ikke har udgjort mere end 40 % af det samlede marked. For de små satellitter vil det blive stik modsat med formentlig 70 % salg til virksomheder med resten til organisationer og offentlige myndigheder. Sidstnævnte kan jo påstås at være langt foran med dækning af deres behov, hvilket beror på skatteydernes påtvungne betaling uden smålige hensyn til prisen. Nu bliver det hele kommercielt tilgængeligt, og udbud/efterspørgsel vil afhænge af pris og alternative løsninger. GomSpace kan muligvis stå over for et veritabelt boom, hvis de påtænkte services med flykontrol fungerer effektivt. Her vil man nemlig selv varetage salg og drift i stedet for kun at levere satellitter til de forskellige serviceudbydere. To andre segmenter med stort potentiale er Internet of Things og mobiltelefoni, der med fordel kan håndteres via satellitter i tyndt befolkede områder.

Strategien sigter på at gennemføre en opbygningsfase, og den vil også strække sig igennem 2018. Ledelsen har med fuldt overlæg afholdt sig fra at fremlægge nogen form for guidance angående det økonomiske forløb. Usikkerheden er alt for stor, da der er tale om en virksomhed af begrænset størrelse og teknologiske spidsprodukter, hvor mange faktorer kan komme til at påvirke det endelige udfald. Opgaven består i at placere sig stærkt i branchen, så man er klar til at profitere af det boom i styksalget, som forventes at tage fart i 2020'erne med etablering af netværk bestående af mange satellitter. Perspektivet ser ud til at være et mindre underskud i 2018 med håb om at ramme nær nulpunktet i 2019. Dette relativt langstrakte forløb kræver tålmodige investorer, men hele udviklingen kan jo pludselig tage fart, hvis der indtræffer et gennembrud et-eller-andet sted, og efterspørgslen vil så bestemme tempoet herefter. Indtil videre skal serviceleverandørerne nemlig turde satse offensivt ved at etablere kapaciteten, hvorefter salget til kunderne først kan komme i gang.

Der hersker bred enighed om teknologiens enorme potentiale, og GomSpace forekommer også at opnå stor anerkendelse for sine tekniske præstationer med produktløsninger. I virkeligheden har denne klarhed om upside perspektivet ført til en voldsom begejstring for selskabets aktie og dermed til et kursniveau, som kræver en fantastisk udvikling i de kommende år uden megen plads til at absorbere negative stød, som let kan indtræffe. Indtil selskabet har overstået fasen med at opbygge en stærk forretningsplatform, findes der et gevaldigt gab mellem den kapitaliserede børsværdi og de faktiske økonomiske forhold i form af omsætning, indtjening og egenkapital. Børsværdien ved kurs 94 SEK udgør 2.468 mio. SEK, mens egenkapitalen kun har en bogført værdi på 199 mio. SEK og de røde tal på bundlinjen er næppe overstået. 2018 tegner til at blive det sidste år med belastning fra ekstra produktudviklingsindsats, opbygning af kapacitet i personalestaben og ekspansive tiltag i bred forstand. I 2019 burde nulpunktet kunne nås med en chance for positive tal.

Der foreligger to positive Joker kort, som kan blive udtrykt: der kan fremkomme et spektakulært gennembrud for et produkt (service), og den (af os formodede) forestående lancering af service med registrering af flytrafik forekommer at rumme et sådant potentiale for at kunne blive en hurtig succes salgsmæssigt; den anden mulighed drejer sig om et forløb med indtog af store koncerner i nanosatellitbranchen, hvor der i givet fald kan fremkomme et Take Over bud på GomSpace eller et af de fire andre vigtige selskaber, og dermed udsigt til flere opkøb med mulighed for et kurshop på aktien - enten direkte ved et bud eller indirekte som en afsmittende påvirkning.

Ud over muligheden for denne type af væsentlige forandringer med et niveauskift som resultat, forventer vi høj aktivitet i selskabet med tilgang af flere spændende ordrer og dermed en udvidelse af kundekredsen. I nedenstående tabel indgår vores estimer for 2017 og 2018, men det skal understreges, at disse skøn rummer markant større usikkerhed end normalt i aktieanalyser. De anførte tal må derfor ses som udtryk for den retning og ramme, som vi påregner, at de økonomiske præstationer vil ligge inden for. Da selskabet opererer med komplicerede tekniske opgaver, kan der opstå uforudsete problemer, som vil indebære betydelige ekstraudgifter. Af samme årsag og i betragtning af et stort cash burn i år (og sandsynligvis ligeledes cash burn i 2018) set i forhold til en begrænset likvid reserve samt store fremadrettede investeringsmuligheder i forretningen, forekommer en ny aktietegning sandsynlig i løbet af det kommende år.

## Regnskabstal

mio. SEK	2014	2015	2016	2017E	2018E
Omsætning	26,6	34,1	54,1	95	170
Bruttoresultat	11,1	17,2	25,2	27	75
Cost of products sold	-6,2	-7,2	-15,5	-29	-35
Forskning & Udvikling	-0,8	-7,9	-6,8	-23	-30
Administration	-2,3	-4,5	-17,4	-32	-35
Driftsresultat	1,8	-2,4	-14,5	-57	-25
Reg.associeret virksomhed	0	0	21,4	-2	0
Finansposter	-0,2	-0,7	-1,4	-4	0
Resultat før skat	1,6	-3,1	5,5	-63	-25
Skat	-0,4	0,7	3,5	10	5
Nettoresultat	1,2	-2,4	9	-53	-20
Tilført kapital netto i året		8,9	102,9	89,9	?
Likvide aktiver	1,5	1,3	73,8	70	40
Egenkapital	7,7	13,8	146,1	188	168
Balance	19,1	30,1	206	260	300
Antal medarbejdere ult.	19	30	77	150	200
Antal aktier mio. styk	0,6	0,9	14,6	26,3	26,3
Overskud pr. aktie EPS	2,1	-2,7	0,6	-2	-0,7
Indre værdi	12,8	15,3	6	7,2	6,4

NB: Skøn for 2017 og 2018 er meget usikre som følge af selskabets kraftige ekspansion, og ledelsen har ikke afgivet nogen Guidance som grundlag herfor.



### Forbehold og ansvarsfraskrivelse

Denne analyse er udarbejdet af Aktieinfo på baggrund af offentligt tilgængeligt materiale omkring selskabet. Der er indgået en aftale om analysedækning med selskabet fire gange årligt, og Aktieinfo modtager et honorar for det udførte analysearbejde. Konklusion og anbefaling er alene udtryk for Aktieinfos vurdering. Aktieinfo, John Stihøj og Lau Svenssen ejer ikke aktier i selskabet på analysetidspunktet. Aktieinfo kan ikke drages til ansvar for rigtigheden af oplysningerne i analysen, ej heller for opstået tab eller manglende fortjeneste som følge af at råd og forslag følges, og efterfølgende viser sig at være tabsgivende eller resultere i ikke opnået fortjeneste. Det anbefales altid at rådføre sig med et pengeinstitut eller en mægler før der disponeres. Investering i aktier er altid behæftet med risiko for tab.

### Seneste analyse:

Dato	Kurs	Anbefaling:	
		Kort sigt	Langt sigt
04-09-2017	67,5	Hold	Køb
26-06-2017	69	Køb	Køb
23-03-2017	57	Hold	Køb