

Indtjeningen er spoleret af afbræk for to store opgaver. Den ene er sat på pause, og den anden udskudt. Investorerne fokuserer på konsekvenser og risiko, selv om pengene fra den store aktietegning giver modstandskraft. Børskursen er bombet tilbage til starten i juni 2016. For risikovillige investorer udgør det en spændende case. High Risk/Return.

- Udviklingen i 2018 og videre ind i 2019 er blevet ramt hårdt af økonomiske problemer hos den største kunde, Sky and Space Global. Ordren herfra er nu sat i stå, mens der afventes mulighed for genoptagelse af en revideret aftale. Bemandingen er skåret ned med 80 til 150 ansatte ultimo året. Dårlig udnyttelse af kapaciteten vil medføre et stort underskud (vores skøn: 90 mio. SEK). Cash burn vil dog blive reduceret lidt til reelt ca. 150 mio. SEK i år og videre ned mod 50-75 mio. SEK i 2020 (vores skøn).
- Der er opnået vigtige ordrer hos ESA inden for højteknologiprojekter. Det vil styrke selskabets know how og kompetence. På de indre linjer er der gennemført en styrkelse af ledelsesgruppen. Lars Alminde (central figur ved stiftelsen) er ansat som chief commercial officer. Ledelsens fokus er kortsigtet samlet om cash flow og organisationens effektivitet.
- Opgaven består i at få standset tabene uden at skære så hårdt ned i personalestaben, at man mister sin konkurrenceevne. Her søger man at udvikle egne komponenter og moduler for at få fleksibilitet, effektivitet og hurtighed i produktionen. Samtidig skal indsatsen videreføres for at skaffe netværksordrer (serieproduktion). Best case vil være, at de to store projekter opnår finansiering, så de kan gennemføres. Et tredje, mindre projekt kører videre uden afbræk. Det er afgørende, at GomSpace ikke i denne situation for alvor overhales af konkurrenterne, idet fremtidens markedsudvikling vil finde sted inden for netværk. Man SKAL være med i front igen for at kunne fremvise referenceprojekter og blive i stand til at vinde de næste ordrer.
- Det langsigtede potentiale for nanosatellitter er enormt. Ledelsens ambition (september 2018) er at præstere en omsætning i 2023 på 1,5 mia. SEK med en bruttoavance på mindst 50 %. Produktudvikling af delsystemer og satelliternes egenskaber pågår konstant. Konkurrenceevnen ligger i et udgiftsniveau på en brøkdel af de nuværende for geostationære satellitter. Lavere udgifter vil udvide markedet med nye former for tilbud, fx tracking af transportere, ligesom Danmark nu selv er i stand til at overvåge hele Grønland.
- Aktien har fuldstændig mistet sin evne til at begejstre og tiltrække investorer med sans for det særdeles store vækstpotentiale - med high risk som bagsiden af denne medalje. Børskursen er nu tilbage på niveauet ved børsintroduktionen for tre år siden. Det hele skal på sin vis starte forfra men får denne gang afsæt i en langt stærkere platform og fordel af de dyrekøbte erfaringer, som har bekræftet anvendelsesmulighederne for nanosatellitter.

Aktuel Kurs: 9,5 SEK
 Børs: NASDAQ First North Premier i Stockholm
 Markedsværdi: 497 mio. SEK
 Antal aktier: 52,275 mio. styk
 Næste regnskab: Q3 regnskab 29-11-2019

Anbefaling:

Kort sigt: Køb
 Langt sigt: Køb
 Kursudvikling 0-6 mdr.: 8 – 20 SEK (før 10-20 SEK)
 Kursudvikling 12-18 mdr.: 25 – 50 SEK (uændret)
 Tidligere anbefaling: Køb/Køb den 24-06-2019 (kurs 10,5 SEK)

Selskabets forventninger til indeværende regnskabsår

Ingen guidance. Halvårets omsætning var på 82 mio. SEK med et underskud før skat på 73 mio. SEK. Ordreindgang var på 77 mio. SEK med ESA i spidsen. Ordre på 63-73 mio. SEK påregnes udført i H2. Personalet er reduceret til ca. 150 (fuld virkning i Q4). Ledelsen er blevet styrket. Fokus er cash flow og effektivitet på kort sigt og på langt sigt teknologi og projektudvikling. Cash reserven udgør 179 mio. SEK. Cash burn i H1 var på 81 mio. SEK (97).



Høj / Lav 12 måneder: 29,7 / 8,1

Aktieinfo modtager et honorar fra selskabet for det udførte analysearbejde. Konklusion og anbefaling er alene udtryk for Aktieinfos vurdering, og selskabet kan ikke påvirke anbefaling og kursmål. I øvrigt henvises til ansvarsfraskrivelsen på sidste side.

Fakta om GomSpace

- Virksomheden er hjemmehørende i Aalborg. Her varetages koncept- og produktudvikling sammen med salg og produktion af nanosatellitter. I 2017 blev der åbnet et kontor i Singapore og et salgs- og projektudviklingskontor i Washington, USA, for at komme tættere på kunder i de store markeder i Asien og Nordamerika. Yderligere etablerede man i 2017 et datterselskab i Luxembourg, der fungerer som serviceudbyder i forbindelse med opsendelse af satellitter, forsikringer og godkendelse samt drift og bearbejdning af data fra satellitterne (back office). Principielt vil GomSpace ikke levere/sælge serviceydelser til End Users.
- GomSpace A/S er grundlagt i 2007, men arbejdet med at udvikle nanosatellitter startede i 2001. Selskabet er en af pionererne i en ung branche i rivende udvikling. En rapport fra Euroconsult (2018) estimerer, at der i de kommende 10 år vil blive opsendt over 7.000 små satellitter (heraf 70 % kommercielle). Branchemediet MarketsandMarkets ser på kortere sigt omsætningen vokse fra 1,21 mia. USD i 2017 til 3,49 mia. USD i 2022 – altså en tre-dobling over 5 år. GomSpace påpeger, at markedet er betydeligt større, hvis man også indregner værdien af de relaterede serviceopgaver. Set i dette lys synes satsningen med åbning af et servicekontor i Luxembourg at være klog, da de påtænkte nye tilbud er rettet mod et ikke-dækket markedssegment, hvilket vil gøre det lettere for nye udbydere af services at klare den daglige drift (en parallel findes i telenetværk, som endog tilbydes full size af fx Ericsson). Disse firmaer er nemlig i reglen selv nye og fuldt optaget af at erobre og betjene deres kunder.
- Aktien er noteret på First North Premier i Stockholm. Tickerkoden er GOMX. Moderselskabet GomSpace Group AB har seks helejede datterselskaber: GomSpace A/S, GomSpace Sweden AB, GomSpace Orbital ApS, GomSpace North America LLC, GomSpace ASIA Pte. Ltd. og GomSpace Luxembourg S.A.R.L. Desuden ejes 39 % af Aerial & Maritime Ltd. (Mauritius) (A&M), som skal opbygge og drive et nyt stort projekt med servicevirksomhed inden for satellitovervågning af flytrafik mv. (vil starte i det ækvatoriale område og påtænkes på sigt udvidet til global dækning). A&M er ved at fremskaffe kapital til igangsættelse heraf.
- Børsnoteringen fandt sted i juni 2016 til kurs 12,5 SEK med et bruttoprovenu på 125 mio. SEK. Man fik ca. 3.000 nye aktionærer. I april 2017 blev der foretaget en rettet emission ved salg af 1,75 mio. nye aktier til en kreds af institutionelle investorer til kurs 54,5 SEK med et nettoprovenu på 95 mio. SEK. I marts 2018 gennemførtes endnu en emission til kurs 60 SEK med et provenu på 125 mio. SEK brutto. I december 2018 foretog man en stor aktietegning til kurs 10,5 SEK med et provenu på netto 234 mio. SEK. Ledelsen mener at have likviditet til at klare perioden frem til tidspunktet, hvor indtjeningen vil blive positiv.
- I alt er der udstedt 52,275 mio. styk aktier. De oprindelige ejere bestående af Borean/NOVI, Hansen & Langeland ApS samt stiftere og ledelse har senest oplyst at eje 23 % af aktierne. Storaktionærerne anses som værende langsigtede investorer. Bestyrelse og ledelsen råder over 13 % af aktiekapitalen. Ultimo 2018 havde selskabet 10.315 registrerede aktionærer.
- Selskabet har i årenes løb betjent ca. 300 kunder fra mere end 55 lande. Listen omfatter universiteter, forskningsorganisationer, nationale rumagenturer (især ESA), kommercielle virksomheder og forsvar. Man leverer delsystemer, enkelte satellitter og serier af satellitter til brug i netværk. Sidstnævnte anses for at blive den afgørende metode fremover til håndtering af store opgaver og tilbud om End User service 24/7. GomSpace har en særlig stærk stilling inden for radiokommunikation, hvor dataoverførsel er det centrale punkt. Gruppen af kommercielle kunder (serviceudbydere) afspejler nanosatellit-branchens unge struktur, idet der er få aktive selskaber i dette felt, og i reglen er det nye firmaer. De tre største kunder i 2018 var Sky and Space Global med en andel på 23 % af omsætningen, Aerial & Maritime med 19 % og Kleos Space med 13 %. Men det varierer. I H1/2019 udgør Space & Sky Global 35 %, ESA 15 % og Kleos Space 5 %. A&M-ordrer reguleres regnskabsmæssigt ned for at tage hensyn til det delvise ejerskab (39 %), og det fører til opbygning af en udskudt avance (skjult reserve i aktieposten).
- Man er medejer af Aerial & Maritime Ltd. (39 %) sammen med Investeringsfonden for Udviklingslande. Projektet drejer sig om drift af satellitter til brug for overvågning af kommerciel trafik til lands, vands og i luften. GomSpace har udviklet systemer til at opfange signaler fra transponders. A&M skulle have påbegyndt drift i 2018 og påtænkes i fase 1 at dække 112 lande, men dette projekt er blevet forsinket pga. behov for finansiering.
- GomSpace ledes af CEO Niels Buus (født 1957). Jukka Pertola (født 1960) er formand for bestyrelsen på i alt fire medlemmer.
- Selskabets kraftige ekspansion er midlertidigt bragt til ophør pga. pause/stop i afviklingen af den store ordre fra Sky and Space Global, som nu er taget ud af ordrebogen. Betalingsfristerne har ikke været overholdt. En anden forventet storordre på et netværk af satellitter forventes afgivet af Aerial & Maritime, men den afventer også finansiering. Ultimo Q2 har selskabet 176 medarbejdere (193 opgjort som FTE), og der har i 1. halvår været en reduktion på 55. Yderligere 30 jobs er blevet fjernet med fuld effekt i Q4. Fordelingen af de 176 medarbejdere (30-06): 61 i produktion, 80 i teknologi, 13 i salg og 22 i administration. I 2018 blev selskabets nye fabrik til serieproduktion taget i brug. Dermed har man kapacitet til at levere netværk-løsninger, der kan omfatte 50-250 satellitter. Det er fremtidens marked. Samtidig indebærer det også afhængighed af få, store ordrer – og det er netop bagsiden af den mønt man nu oplever med problemer hos sådanne storkunder, der er snublet i deres startfase.

Udviklingen i 2018-19: kapaciteten blev gearet op til forventede store ordrer – afløst af nedskæringer

Selskabet har ekspanderet gevaldigt i de seneste tre år, men man er snublet midt i en forrygende vækstproces på grund af problemer hos kunderne med at skaffe den nødvendige kapital til køb af udstyr fra GomSpace og deres opstart af drift. Personalestaben voksede fra 77 ultimo 2016 til et toppunkt i Q3/2018 på 240 for så at blive reduceret igen til nu 176. Ultimo året påregnes der at være 150 på lønningslisten. Det har i sig selv været dyrt med udgifter til oplæring og introduktion. Samtidig er der investeret i en stor ny fabrik til serieproduktion af nanosatellitter, som var nødvendig for at kunne klare de forventede ordrer på netværk bestående af mange enheder. Man gik fra håndværkslignende apparatbygning en for en til serieproduktion. Dertil kom, at den enorme ordre afgivet af Sky and Space Global på ca. 700 mio. SEK blokerede for at indgå andre store opgaver - og da projektet foreløbig er endt med at blive sat i stå, opnår GomSpace heller ikke en god reference til brug i markedsføringen over for nye kunder. Man risikerer at komme bagefter andre fabrikanter, som har været heldigere med salget.

Dette afbræk har vidtrækkende følgevirkninger, og ledelsen står med en stor opgave omkring trimning af udgifter/kapacitet såvel som salgsindsats for at vinde nye ordrer. Økonomisk har det ført til både underskud og cash burn, men takket være den store aktietegning i december 2018 er der fortsat en likvid reserve på 179 mio. SEK. Det giver ro til at få styr over forretningen igen.

Økonomisk er man blevet ramt fra to sider: lavere bruttoavance og højere overheadudgifter plus de direkte investeringer i fabrikken og teknologiudvikling for egen regning. Der er heldigvis kommet skub i ordreindgangen i Q2 med ESA som den største kunde, og der er tale om opgaver med udvikling af ny teknologi, og dermed mulighed for at akkumulere viden og færdigheder som kan bruges fremadrettet.

Nye opgaver er kærkomne, da den planlagte produktion er blevet forstyrret for hovedpartens vedkommende. Samtidig satses der på at vinde testprojekter for nye kunder (In Orbit Demonstration), da de pågældende firmaer vil have sikkerhed for, at løsningen fungerer i praksis, før de vil binde sig til en stor satsning på et helt netværk af satellitter fra GomSpace. Det er tidligere blevet oplyst, at man er involveret i 4 IOD-projekter og at der har været afgivet tilbud på yderligere 10 projekter. Problemet er imidlertid, at denne metode indebærer en langstrakt fase med Pilotforsøg. For at reducere tidsforbruget og øge fleksibiliteten benytter man komponenter og moduler, som kan kombineres og bruges i den ønskede udgave af en satellit.

Forsinket kommerialisering er den mildeste udlægning af de problemer, som GomSpace er havnet i. De teknologiske muligheder er klart til stede, og driftsevnen er godtgjort generelt set, men uanset det står GomSpace's kunder selv over for en krævende satsning i at opbygge et marked for deres servicetilbud. Kravet upfront til penge er stort – uanset at det er en langt billigere teknologi end tidligere – da hele infrastrukturen skal etableres inklusive driftskontor nede på jorden, hvortil kommer udgifter til salgsindsatsen med opbygning af en påkrævet volumen. Selskabet Aerial & Maritime, som GomSpace selv har været medstifter af og er storaktionær i, har heller ikke kunnet skaffe tilstrækkelig finansiering, men der arbejdes videre med opgaven. Her er der nu gået et år uden den forventede ordre. Dimensionen var også her særdeles stor med indikation af et niveau på 600 mio. SEK.

I første halvår er cash burn trods alt blevet nedbragt fra 97 til 81 mio. SEK, og ledelsen fokuserer netop på at styre cash flow'et. Nedskæringerne har været nødvendige for at genoprette virksomhedens økonomi, men der er samtidig behov for salgsindsats med henblik på at få hul på markedet for netværk af satellitter, inden konkurrenterne kommer for langt foran. Målt i tid har Sky and Space Global problemerne formentlig forsinket udviklingsforløbet i GomSpace med 1-1½ år – forudsat man kan indhente det tabte.

Generelt om nanosatellitter – teknologien åbner nye muligheder, men markedet skal først sparkes i gang

Antallet af opsendte små satellitter forventes at blive på mere end 7.000 i løbet af de kommende 10 år jf. Euroconsult. Det skyldes netværksløsninger, som vil udgøre mindst 70 % af dette omfang. Satellitterne vil fungere sammen i styrede netværk. Antallet (typisk 50-250) afhænger af den ønskede geografiske dækning og kravene i opgaven mht. kvalitet og datakapacitet. Perspektivet for væksten i markedet fremgår af nedenstående tal.

Antallet af opsendte nanosatellitter forventes at få følgende udvikling (2019-23 estimer) jf. Erik Kulu, Nanosats Database:

2016: 88 styk
2017: 294 styk
2018: 244 styk
2019: 438 styk
2020: 546 styk
2021: 586 styk
2022: 622 styk
2023: 703 styk

Nanosatellitter har en vægt på op til 50 kg, men den typiske størrelse ligger på kun 4-6 kg. GomSpace benytter et modulsystem, som har formatet 10x10 cm og kan omfatte 1, 3, 6 eller 12 af disse enheder (en ny 8U model udvikles fulgt af 15U som næste trin). Længde og bredde øges med antal Units. En satellit skal indeholde basisfunktioner til at håndtere energi (solpaneler, batterier), positionering, radiokommunikation og også selvdestruktion efter brug for at undgå "rumskrot" fra de stadig flere opsendte satellitter. Back-up kapacitet indbygges i satellitten for at øge driftssikkerheden, da det er vanskeligt eller umuligt at reparere den efter opsendelsen. Prisen for en nanosatellit starter ved 1 mio. DKK af fabrik. Den samlede pris inklusive opsendelse ligger under 1 promille af niveauet for de hidtidige store satellitters udgift. Med et langt lavere udgiftsniveau udvides markedet for relevante serviceydelser gevaldigt. Helt nye former for brug bliver tilgængelig – og det gælder især for erhvervs-kunder. Fremover vil kommercielle formål blive vigtigere end de hidtidige opgaver med infrastruktur-funktioner, statslig overvågning eller militært sigte. I 2017 var 71 % af de opsendte nanosatellitter beregnet til kommercielle opgaver og drift. Resten benyttes til videnskabelige og militære formål.

Teoretisk set har en nanosatellit lang levetid, men behov og funktioner ændres hurtigere. I praksis regner man kun med 5 års drift, før der er økonomisk idé i en udskiftning, idet ny teknologi (komponenter) så vil kunne forbedre ydelsen. I praksis betyder det, at GomSpace konstant skal forny sine delsystemer og moduler, samtidig med at stadig mere avancerede færdige satellitløsninger med toppræstation skal kunne opfindes og tilbydes nye kunder. Det kræver store investeringer i udviklingsafdelingen, kvalitet og opfindsomhed. Fordelene ved produktmodning og stordrift er man endnu ikke kommet i nærheden af, da der er tale om en ny branche i forrygende udvikling.

GomSpace etablerede i 2018 kapacitet til serieproduktion. Ordrebogen var på plads, men så gik der koks i økonomien hos to helt store kunder. Indtil da foregik udvikling og produktion som enkeltstående ordrer målrettet hver enkelt kunde og udført som håndværksmæssig apparatbygning. Skiftet vil gøre forretningen skalerbar og give fordele ved stordrift. Et eksempel på håndtering af satellitter i netværk er samarbejdet med Aerial & Maritime. Her er der indgået en aftale om udvidelse fra fire til otte forbundne satellitter, og perspektivet er op til 80-100 satellitter i omløb for denne kunde i 2021. Men også denne kunde har problemer med at skaffe finansiering, så projektet kan komme fra start. Ideen med netværk vil ellers åbne for endnu større efterspørgsel på services baseret på brug af nanosatellitter, og når punktet for et gennembrud nås, vil der kunne opstå et angreb med "disruption" af service-markedet hos de gamle firmaer, der anvender de nuværende geostationære satellitter. Jævnfør GomSpace har de gamle satellit-service udbydere nu indset, at der er konkurrence på vej fra nye firmaer med nanosatellit-netværk. Disse gamle, etablerede firmaer kan en dag blive nye og seriøse kunder hos GomSpace!

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 frivillige skift til nye og stærkt forbedrede satellitter, før de gamle bliver uegnede. GomSpace mener selv, at man bør regne med 5 års kommerciel levetid som norm, og dermed vil "genudsendelser" teoretisk set udgøre 20 % af bestanden af de allerede opsendte nanosatellitter, altså hyppig udskiftning. Ydelsen for hver enhed vil dog stige, og priserne vil kunne falde markant. Man satser på at tage et nyt skridt i udviklingen ved også at kunne tilbyde driftsopgaver for netværk bestående af mange satellitter og den servicering som kræves (driftsservice fra et kontrolcenter).

GomSpace kan – og SKAL - opnå markante fordele ved at skifte til serieproduktion. Flere nanosatellitter kædes sammen i et netværk, som kan kommunikere internt, og dermed øges den samlede kapacitet, hvorved større opgaver kan klares end hidtil. Serieproduktion vil reducere udgifterne til udvikling og produktion, sikre høj og ensartet kvalitet samt gøre forretningen skalerbar. Det gælder om at benytte standardudstyr og supplere det ved at skræddersy satellitten med præcis det måle- og driftsudstyr, som kundens opgave kræver.

Satellitmarkedet (servicetilbud til slutbrugere) er på vej til at blive "disrupted". Hidtil har markedet været præget af få operatører og ekstremt høje priser (over 1,0 mia. USD) for at udvikle og bringe en ny geostationær satellit i kredsløb. Barrieren i kapitalindsats har gjort det til et Big Business marked. Med udvikling af nanosatellitter til en pris regnet i promiller i forhold til de store og ekstremt dyre satellitter, angriber - og udvider - GomSpace dette nicheprægede marked. Det vil åbne for kraftig vækst med masser af nye tilbud, hvor prisen bliver en afgørende faktor. Dertil kommer fremover GomSpace's deltagelse (udelukkende back office funktioner og altså ikke salg af services til End Users) i det interessante marked for drift af de opsendte netværk. Spaceworksforecast.com forventer, at markedet vil blive drevet af kommercielle opgaver, der vil udgøre 70 %. USA er det største marked med en andel på pt. 52 %, men her står GomSpace svagt. Der forventes også store vækstmuligheder i Asien (pt. 15 % i andel). GomSpace satser på at erobre sin del af det ekspanderende marked, og salgskontorerne i USA og Singapore skal fungere som springbræt til disse markeder uden for Europa (der udgør 28 % af det samlede marked), hvor man har haft sin base fra starten. De nye salgsheder understreger vækstambitionen. Set i forhold til markedet er man langt bagefter i USA (52 % af hele markedet, men kun ca. 5 % andel hos GomSpace). Udfordringen heri skal håndteres bedst muligt.

GomSpace forventer at kunne vokse hurtigere end det generelle marked. Aktuelt angiver selskabet at have en markedsandel på ca. 15 %. 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 %. Der er således fem ledende firmaer med nogenlunde jævnbyrdig størrelse i denne lilleput branche. En række mindre aktører står for de resterende 25 %. Indtil videre er der forholdsvis roligt omkring konkurrencesituationen. Alle har nok at gøre med udviklingsopgaver og vækst i højt tempo. Vi må dog forvente, at helt nye aktører vil dukke op, hvilket kan føre til prispres og et opbrud i markedet (ny teknologi?). Interessen fra våben- og flyindustrien er mærkværdigvis ikke vågnet op endnu.

Vurdering af aktiens forhold på kort og langt sigt

GomSpace må ses og vurderes som en ung virksomhed placeret i et nyt nichemarked, der endnu ikke har indledt den store opgangsfasen i volumen. Det kendes som den S-formede afsætningskurve for alle mulige varers udbredelse. Første trin med teknologiudvikling og videnskabelige projekter som marked er nået op på et niveau med normal aktivitet fremover, og den kommercielle anvendelse af nanosatellitter til services er ved at tage fart. Her ligger det store potentiale, idet man jo regner med at 70 % af alle små satellitter vil være beregnet til sådanne formål. Yderligere vil et stort antal komme fra netværk bestående af mange nanosatellitter, som opereres i samlet drift for at kunne levere de servicetilbud (dækning og kapacitet), som skal skaffe indtægter til deres ejere.

Netop her er GomSpace blevet ramt af den manglende økonomiske styrke hos storkunden Sky and Space Global, som med sin enorme ordre havde placeret sig som den afgørende kunde. Projektet er så vidt vides fortsat i færd med at blive reddet og genoptaget i en eller anden udstrækning, men ledelsen i GomSpace har måttet parkere det på sidelinjen og håber på det bedst mulige udfald. I stedet kastes kræfterne ind i nye salgsbestræbelser, forbedring af produkter og højere effektivitet i driften. De kortsigtede udfordringer med at få aktiviteten bragt tilbage i normal gænge uden Sky and Space Global-ordren har helt overtaget dagsordenen. De langsigtede perspektiver om fantastiske muligheder for anvendelse af nanosatellitter til alle mulige formål må vente til krisen er klaret.

Restværdien (613 mio. SEK) er blevet fjernet fra ordrebogen, der har en revurderet værdi på 118 mio. SEK. Nu dominerer videnskabelige formål (ESA mv.) med 69 mio. SEK, mens kommercielle ordrer kun har en værdi på 45 mio. SEK og de resterende 4 mio. SEK vedrører forskning og militære formål. En række opgaver for ESA udgør nu det vigtigste indtægtsgrundlag.

Et uklart men vigtigt punkt angår indsatsen for at opnå andre store kommercielle projektordrer. In Orbit Demonstration bliver flaskehalsen, efter at man teknisk har udformet selve projektet og konstrueret et par prototyper til brug i en sådan testfase. Det er her GomSpace skal vise sit format, så man ikke sækker agterud og må nøjes med at optræde som underleverandør til de konkurrenter, som man skulle prøve at overgå. Der er ligeledes stille omkring udviklingen i Aerial & Maritime's storstilede projektoplæg.

Ledelsens hovedopgave består i at få GomSpace tilbage på sporet efter den påtvungne nedgearing i år af kapaciteten, og så igen tage fat med uforfærdet virkekrang og tillid til egne evner som leverandør af netværk bestående af mange satellitter.

Indeværende år er præget af afbrækket i produktionen og overkapacitet fulgt af nedskæringer. Cash burn (før emissioner og anden finansiering) var sidste år ekstremt stort med 185 mio. SEK, hvoraf 21 mio. SEK dog blev modtaget forsinket i år, så det egentlige tal blev 164 mio. SEK. Vi estimerer i år et cash burn på ca. 130 mio. SEK, men her skal de samme 21 mio. SEK tilføjes, hvorved tallet reelt bliver 150 mio. SEK. Selskabet bløder altså fortsat. Omkostningsreduktionen for personale siges at forbedre driften i år med 21 mio. SEK og fuld effekt næste år på 62 mio. SEK.

Et groft gæt for 2020 er svært at udføre allerede nu, da det vil afhænge af de ordrer, som man indgår kontrakt om. Run rate for cash burn opgjort primo 2020 kan dog give en indikation (mio. SEK): ca. 150 – 41 i ekstra besparelse på løn = ca. 110 mio. SEK. Her er der taget udgangspunkt i vores 2019-estimat, der bliver et år med meget dårlig indtjening. Med genopretning af ro og orden vil cash burn i 2020 formentlig blive på 50-75 mio. SEK. Proppen er med andre ord ved at blive sat i vasken.

Aktien (9,5 SEK) er fortsat inde i "fordøjelsesfasen" efter den meget store aktietegning, som blev gennemført i december 2018 (1:1 til kurs 10,5 SEK med fortegningsret). Herigennem opnåede man en finansiel reserve og handlefrihed. Det har givet mulighed for at klare det voldsomme cash burn, som udfoldede sig sidste år og er fortsat ind i 2019, men nu ser ud til at blive reduceret i omfang.

Børsværdien er pt. på 497 mio. SEK. Egenkapitalen vil i år falde fra 442 mio. SEK til ca. 360 mio. SEK (vores estimat). Den likvide reserve ultimo året vurderer vi til et niveau på ca. 140 mio. SEK. Den tidligere begejstring for selskabets spændende forretning og fantastiske potentiale er blæst bort, og populært sagt skal det hele starte forfra rent aktiemæssigt. Børskursen er tilbage ved udgangspunktet. Andet forsøg skal i gang.

Allerede i forbindelse med ledelsens strategiske revurdering for et år siden meddelte man (28-09-2018) om ændrede udsigter som følge af ordreforholdene. Revolutionen med brug af nanosatellitter vurderedes til at forløbe langsommere end oprindeligt påregnet, men til gengæld vil der kunne blive opnået et gevaldigt løft straks herefter, når det hele ruller afsted. Rammen var tidligere (i forbindelse med børsintroduktionen medio 2016) angivet til at sigte mod en omsætning i 2021 på 820 mio. SEK. Dette tal påregnes ikke at blive nået så hurtigt, men til gengæld angav man i stedet et mål for 2023 på 1,5 mia. SEK i omsætning. Bruttoavancen forventes (og det er vigtigt) at stige til over 50 % på mellemlangt sigt (defineres dog ikke præcis; Aktieinfos udlægning: i 2021). Det var ud fra denne justerede, men fortsat ambitiøse vækstplan, at ledelsen anslog et kapitalbehov frem til tidspunktet med positiv fri pengestrøm på 300 mio. SEK. Dette beløb skulle aktietegningen i december så fremskaffe (resultat: med 84,5 % opbakning tilførtes 251 mio. SEK brutto i ekstra egenkapital).

Konklusion for aktien: Langsigtet Køb baseret på et enormt forretningspotentiale, lav markedsværdi og take over mulighed.

Regnskabstal

mio. SEK	2014	2015	2016	2017	2018	2019E
Omsætning	26,6	34,1	54,1	96	154	150
Bruttoresultat	11	17,2	25,2	27	39	28
Salg og distribution	-6,2	-7,2	-15,5	-31	-38	-50
Forskning & Udvikling	-0,8	-7,8	-6,8	-25	-58	-40
Administration	-2,3	-4,5	-17,4	-38	-60	-28
Driftsresultat	1,8	-2,4	-14,5	-68	-117	-90
Reg.associeret virksomhed	0	0	21,4	5	-2	-3
Finansposter	-0,2	-0,8	-1,4	-3	-4	-3
Resultat før skat	1,6	-3,1	5,5	-67	-123	-96
Skat	-0,4	0,8	3,5	13	12	6
Nettoresultat	1,2	-2,4	9	-54	-113	-90
Tilført kapital netto i året		8,9	122,4	90	356	0
Likvide aktiver	1,5	1,3	73,8	96	269	140
Egenkapital	7,7	13,8	146,1	185	442	360
Balance	19,1	30,1	206	313	609	530
Antal medarbejdere ult.	19	30	77	176	231	150
Antal aktier mio. styk	0,05	13,9	24,5	26,3	52,3	52,3
Overskud pr. aktie EPS	24	-0,2	0,4	-2,1	-3,9	-1,7
Indre værdi	12,8	15,3	10	7	8,5	6,9

NB: Estimatet for andet halvår af 2019 er behæftet med stor usikkerhed omkring projekternes forløb og indregning.

**Seneste analyser:**

Dato	Kurs	Anbefaling:	
		Kort sigt	Langt sigt
24-06-2019	10,5	Køb	Køb
06-03-2019	17,3	Køb	Køb
13-11-2018	24,45	Afvent rebound	Køb ved aktietegningen
10-09-2018	39,3	Køb	Køb

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 Svendsen ejer 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.