

Indtjeningen ødelægges af afbrækket i 2018 for to store ordrer. En er sat på pause og en udskudt. Investorerne fokuserer på risikoen og glemmer, at de likvide reserver efter aktietegningen er store og bør kunne dække modgangen. Børskursen er bombet tilbage til starten i juni 2016. For risikovillige investorer er det en spændende case.

- Selskabets drift blev i 2018 spoleret af et stop for den absolut største ordre (pt. udgør den 85 % af ordrebeholdningen), idet kunden Sky and Space Global har svært ved at finansiere deres store investering. En revideret aftale er indgået, men gennemførelsen afhænger fortsat af evnen til at kunne betale. En lignende stor ordre var på vej fra selskabet Aerial & Maritime, som GomSpace selv ejer 39 % af, men den er også sat i bero pga. kapitalmangel. En tredje stor ordre afvikles planmæssigt. GomSpace har derfor måttet afskedige ca. 60 medarbejdere (25 %) for at trimme kapaciteten nedad. Nu satses der på startop af nye projekter med serier af nanosatellitter til netværk. Disse kunder kræver dog først pilotforsøg (In Orbit Demonstration). GomSpace oplever derfor et afbræk i sin normale drift, og forberedelsen til et løft i output via serieproduktion på den nye fabrik er afløst af udførelse af små ordrer.
- For 2019 forventer vi et underskud på driften på ca. 100 mio. SEK og et cash burn på 130 mio. SEK. Der er tale om en krise, og ledelsen er derfor netop blevet omgrupperet og styrket med Lars Alminde (central figur ved stiftelsen) som chief commercial officer.
- Opgaven består i at få standset tabene og indgå aftaler om rentable ordrer af begrænset størrelse for at sikre indtægter til at dække overheadudgifterne. Samtidig skal indsatsen genoptages for at skaffe netværksordrer (serieproduktion). Ideelt kan de to store projekter genoptages. Det er afgørende, at GomSpace ikke overhales her af konkurrenterne, idet fremtidens udvikling vil finde sted inden for netværk. Man SKAL være med i front og kunne fremvise referenceprojekter for at have chance for at vinde de næstkommende ordrer.
- Det langsigtede potentiale for nanosatellitter er enormt. Kunderne med servicetilbud er dog nye. Ledelsens ambition 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 en udgift på en brøkdel af de nuværende forhold for geostationære satellitter. Lavere udgifter vil udvide markedet med nye former for tilbud, fx tracking af transportere, ligesom Danmark nu selv kan overvåge hele Grønland.
- Selskabets børsværdi er på kun 549 mio. SEK. Den likvide reserve udgør 225 mio. SEK og bør kunne dække et worst case forløb i både 2019 og 2020. Alle kræfter er sat ind på at få forretningen bragt tilbage på vækstsprettet med positiv indtjening. Take Over værdien af High Tech firmaet må være høj, men risikoen er ligeledes høj. Konklusion for aktien: en særdeles spændende high risk/return situation.

Aktuel Kurs: 10,5 SEK
 Børs: NASDAQ First North Premier i Stockholm
 Markedsværdi: 549 mio. SEK
 Antal aktier: 52,275 mio. styk
 Næste regnskab: Q2 regnskab 30-08-2019

Anbefaling:

Kort sigt: Køb
 Langt sigt: Køb
 Kursudvikling 0-6 mdr.: 10 – 20 SEK (før 15-30 SEK)
 Kursudvikling 12-18 mdr.: 25 – 50 SEK (uændret)
 Tidligere anbefaling: Køb/Køb den 06-03-2019 (kurs 17,3 SEK)

Selskabets forventninger til indeværende regnskabsår

Ledelsen fremlægger fortsat ingen håndfast guidance. Af ordrebogen på 713 mio. SEK betegnes 93 % som high-risk kunder. Det er nye selskaber, som har svært ved at finansiere deres store projekter. Er der kun tale om en forsinkelse? Ordreafviklingen er derfor ramt af et afbræk, og kapaciteten skæres ned. Nye ordrer fra ESA giver håb om øget aktivitet. Vigtigst er In Orbit Demonstration, da det er forløber for mulige serieleverancer. 2019 bliver ramt hårdt på indtjeningen af afbrækket i driften.



Høj / Lav 12 måneder: 57,81 / 9,55

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 bearbejdning af data fra satellitterne (back office). Principielt vil GomSpace ikke levere/sælge serviceydelser til End Users.
- GomSpace A/S blev grundlagt i 2007, men arbejdet med at udvikle nanosatellitter startede allerede i 2001. Selskabet er blandt 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 udvides markant, 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 og 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 også 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), 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 med fortegningsret (1:1 til kurs 10,50 SEK) for gamle aktionærer. Der var ingen garanti for tegningen som lykkedes med en andel på 84,5 %. Provenuet blev på netto 234 mio. SEK. Ledelsen mener at have likviditet nok til at klare perioden frem til tidspunktet, hvor indtjeningen vil blive positiv.
- I alt er der nu 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 kundeservice 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 %. A&M-orde reguleres regnskabsmæssigt ned for at tage hensyn til det delvise ejerskab (39 %), og det fører til opbygning af en udskudt avance (skjult reserve).
- 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 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 i afviklingen af den store ordre fra Sky and Space Global, der ikke har overholdt betalingsfristerne. En ny, modificeret aftale er indgået men afhænger fortsat af finansiering. En anden forventet stor ordre på et netværk af satellitter til Aerial & Maritime er også bremset af problemer med kapitalgrundlaget. Ultimo Q1 har selskabet 201 medarbejdere (205 opgjort som FTE), idet der har været en reduktion på 30 i kvartalet. Yderligere 30 jobs er netop blevet fjernet (fuld effekt i Q4). Fordelingen af de 201 medarbejdere (Q1/2019): 58 i produktion, 97 i teknologi, 19 i salg og 27 i administration. I 2018 blev selskabets nye fabrikk til serieproduktion taget i brug. Dermed er man klar til levering af netværk-løsninger, der kan omfatte 50-250 styk. Samtidig indebærer det 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 og ind i 2019: Uventet afbræk som følge af finansieringsproblemer hos to storkunder

Der var fuld fart frem i begyndelsen af 2018 med en rekordstor ordrebog og udsigt til en megaordre fra A&M. Bemandingen blev udvidet, og den nye fabrik til seriefremstilling kom i drift. Alt var gearet op til et niveauskift fra levering af enkelte satellitter til serier beregnet til etablering af netværk. Imidlertid opstod der økonomiske problemer hos den største kunde, Sky and Space Global (SAS), og betalingerne blev ikke modtaget til tiden. Siden er en del af tilgodehavendet modtaget og nye aftaler indgået med opdeling af opgaven i dele – forudsat SAS kan fremskaffe finansieringen, og det er fortsat uafklaret. Ultimo marts opgjorde man den udestående SAS-ordre til 630 mio. SEK. Problemets omfang er den store andel: 85 % af den samlede ordrebog på 713 mio. SEK. Med andre ord er omfanget af de øvrige ordrer lavt, og man er dermed havnet i en vanskelig situation. Tilgangen af små ordrer har pludselig fået betydning samtidig med at der skal arbejdes intenst på at få adgang til andre store ordrer på netværk. Det er jo her nøglen til fremtiden ligger. GomSpace skal på ny frem i front, så man ikke sækker bagud ved ikke at opnå opgavereferencer, der kan dokumentere selskabets evner.

In Orbit Demonstration (IOD) er betegnelsen for pilotprojekter, hvor en netværksløsning testes i mindre skala (2-8 satellitter) forud for beslutning om start på et full scale projekt. GomSpace er i gang med 4 IOD-projekter og har afgivet tilbud på yderligere 10 IOD-opgaver. Man har desuden kendskab til 15 projektoplæg, som befinder sig på et indledende stade og kun nogle af dem vil blive virkeliggjort. I praksis betyder det krav om stor velvilje og indsats fra GomSpace's side i denne salgslignende opgave, og indtjeningsbidraget er næppe højt på sådanne IOD-projekter. Pengene vil komme efterfølgende fra de opgaver, som kunden måtte tildele GomSpace. Det er en nødvendig satsning for at komme med ind i kredsen af kvalificerede leverandører i toppen af nanosatellit-markedet. Samtidig er tidsperspektivet langstrakt selv ved et succesfuldt forløb, hvor aftaleforholdet kan blive på måske 3-4 år for den første fase, der helst skal følges op med ekstra kapacitet. Ledelsens ændring af strategiplanen i eftersommeren 2018 og nye forventninger til de kommende år var centreret om denne problematik med et langsommere forløb end oprindeligt forventet ved børsintroduktionen. De kommercielle service-tilbud er nye, og man skal turde satse 100 % på at opnå succes. Make or break. Markedspotentialet for nanosatellitter er ikke blevet mindre, men tempoet i effektueringen er udskudt og besværliggjort. Det har ført til en mere bredt defineret ramme for den forventede udvikling frem til 2023. Dybest set er der ingen som kender svaret på forløbet - det gælder om at turde være med for at få del i kagen.

En anden skuffelse – indtil videre – er kommet fra A&M, hvorfra der var forventet ordrer på et meget stort netværk. Her er der også problemer med at fremskaffe et tilstrækkeligt kapitalgrundlag. Disse kunder optræder som udbydere af helt nye servicekoncepter, men opstartsfasen er krævende, da man fra første dag skal kunne tilbyde en velfungerende dækning af det behov man adresserer. Forholdet ligner starten for mobiltelefon-selskaberne med GSM. Infrastrukturen skal være på plads før den første kunde vil tegne abonnement eller indgå aftale om køb af ydelser under en form for ramme. Efterfølgende kan kapaciteten så udvides, hvis der er grundlag for det. Strukturen indebærer store upfront-udlæg til satellitter og markedsføring plus løbe-i-gang-fasen. Trods fordelene ved brug af de billige nanosatellitter kan det kræve kapitaludlæg i størrelsen 100-1.000 mio. kr., før der opnås indtægter af væsentlig størrelse. Der er med andre ord stadigvæk en "barrier to entry", som ejerne af den pågældende servicevirksomhed skal være parat til at overvinde. Det er denne vurdering IOD-pilotforsøgene skal hjælpe til at afklare for at sikre, at projektet er funktionsdygtigt og kan justeres helt på plads.

GomSpace er kort fortalt havnet i en form for vakuum med udførelsen af opgaver for kunder og de hertil relaterede indtægter. Mens man indtil for et år siden ikke kunne skaffe nok kvalificeret personale, er ledelsen nu nødt til at afskedige medarbejdere. Fra et toppunkt på ca. 230 medarbejdere er man på vej mod en bemanding på 170 ultimo 2019. Denne tilpasning indebærer i sig selv en belastning.

Der er heldigvis indgået flere mindre ordrer, og de kan udføres hurtigt. Ledelsen oplyser at 15-25 % af omsætningen i Q2-4 formodes at komme fra den løbende ordreindgang. Brændt barn skyr ilden, og derfor holdes lav profil angående genoptagelse af ordren fra SAS, og fra A&M er der heller ingen tegn på hurtig genstart. Vejen fremad ser ud til at blive afgjort af forløbet for IOD-projekterne, hvor der er tale om andre muligheder for store ordrer. Projekterne for SAS og A&M er sat på standby, men en genoptagelse synes sandsynlig, herunder mulighed for ændringer af ejerforholdet i de pågældende selskaber med indtog af nye investorer med kapitalgrundlaget i orden.

En ny nedskæring på 30 jobs blev lanceret 18-06-2019, og samtidig meddelte man, at ledelsen bliver styrket med udnævnelse af Lars Alminde (ledende stifter af selskabet) som ny Chief Commercial Officer og Peter Worsøe som Chief Production Officer (tidligere chef for kvalitet). Det må opfattes som et signal om forstærkning til at klare modgangen.

Økonomisk vil 2019 blive ramt hårdt af afbrækket i ordreaftviklingen og skift til mindre opgaver. Afskedigelserne indebærer merudgifter. Q1 har givet et underskud før skat på 30 mio. SEK og et cash burn på 40 mio. SEK (reelt -61 mio. SEK pga. forsinket indbetaling fra SAS på 21 mio. SEK, der skulle være modtaget i 2018). Den likvide reserve udgør 225 mio. SEK og egenkapitalen 415 mio. SEK. Egenkapitalandelen er høj, idet balancen kun er på 603 mio. SEK. De to aktietegninger i 2018 tilførte 356 mio. SEK, mens cash burn var på 184 mio. SEK.

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

Antallet af opsendte små satellitter forventes at blive på mere end 7.000 i de kommende 10 år jf. Euroconsult. Det skyldes netværksløsninger, som vil udgøre mindst 70 % af dette omfang. Satellitterne fungerer sammen i et styret netværk. Antallet (typisk 50-250) afhænger af den geografiske dækning og kravene i opgaven mht. kvalitet og datakapacitet.

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 infrastrukturfunktioner, 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) 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 endnu ikke opnået, da der er tale om en hel ung branche i forrygende udvikling.

GomSpace etablerede i 2018 kapacitet til serieproduktion. Ordrebogen var jo på plads, men så gik der koks i økonomien hos to helt store kunder. Indtil da foregik udvikling og produktion som enkeltstående ordrer (en slags prototyper) 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 her er der problemer med at skaffe finansiering hos kunden. Ideen med netværk vil åbne for endnu større efterspørgsel på services baseret på brug af nanosatellitter, og når dette punkt nås, vil der kunne opstå et mere direkte 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 konkurrence er på vej fra nye firmaer, der anvender nanosatellit-netværk. De kan blive nye og seriøse kunder!

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 at kunne tilbyde driftsopgaver for netværk bestående af mange satellitter og den servicering som kræves (driftsservice fra et kontrolcenter). Via datterselskabet GomSpace Orbital ApS købes der plads på raketopsendelser både til selskabets egne kunder og med videresalg for øje. Herigennem fremmer GomSpace sit salg af hardware.

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 opgaven 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 hidtil 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 er 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 pt. 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 markederne 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

Selskabet befinder sig i starten af sin ekspansionsfase. Nanosatellitter er et nyt produktkoncept, altså med en placering nederst i den normale udviklingskurve for produkter - før det take off, hvor væksten i volumen tager fart. I denne fase sker der ofte tilpasninger af et produkt med fokus på bedre funktionalitet og holdbarhed såvel som cost-effektiviteten ved at fremstille varen. Nanosatellitter har næppe fundet sin endelige udformning mht. indre opbygning og egenskaber, men i grove træk har produktet en færdig udformning. En bil anno 1910 ligner trods alt 100 år senere en moderne bil i sin opbygning og brugsegenskaber. Vi forventer ingen teknologiske revolutioner, som helt vil kunne forandre markedet og true GomSpace med krav om dybe forandringer for at være med fremover.

Nanosatellitter er ved at modnes som produkt, og det fremgår af udsigten til anvendelse i netværk i de kommende år. Det er ikke længere avanceret legetøj til forskning eller "fattiglandsovervågningsudstyr", som kan matche de gamle stormagters satellitsystemer. Udfordringen består i at finde frem til økonomisk rentable serviceydelser baseret på sådanne net. En ny serviceudbyder skal være sikker i sin sag, da der skal etableres et fuldt dækkende system, før indtægterne begynder at rulle ind. Det er enten-eller i full scale. Barrieren for start og indtrængning er høj. Leverandører som GomSpace skal formå at udvikle specifikt udstyr egnet hertil med en samlet udgift på en brøkdel af de eksisterende løsninger – uanset om de eksisterende firmaer benytter geostationære satellitter, telenet eller helt andre metoder. Samtidig har orbitale netværk fordel af at være driftssikre, men her kan jordstationer så udvikle sig til en ny flaskehals i den løbende drift. Der vil fra starten være tale om disruption af kendte servicetilbud (priskonkurrence), hvor der allerede findes et marked. Samtidig og på længere sigt vil nye tilbud udvide det samlede marked adskillige gange i størrelse. En spændende udvikling er ved at komme i gang.

Rent teknisk kræves der netværk, idet de små satellitter ikke er geostationære men cirkulerer i en forholdsvis moderat højde over jorden (over 200 km.). Hvis man ønsker at dække eller overvåge et sted 24/7, er det derfor påkrævet at opsende et stort antal nanosatellitter, der så kan kommunikere med hverandre og i næste trin videre ned til jorden. Efter en sortering af informationerne sendes de relevante informationer nemlig ned til en eller flere modtagestationer på jorden. På det punkt fremhæver GomSpace radiokommunikation som sin spidskompetence.

Antallet af opsendte nanosatellitter forventes at få følgende udvikling (2019-23 estimer):

2016: 88 styk
2017: 294 styk
2018: 236 styk
2019: 538 styk
2020: 546 styk
2021: 586 styk
2022: 622 styk
2023: 703 styk

Der er altså udsigt til et niveauskift opad. GomSpace må dog erkende, at konkurrenterne nu får chance for at overhale selskabet som følge af afbrækket i gennemførelsen af den store ordre fra Sky and Space Global. Man må håbe på en genoptagelse af projektet med mindst mulige afbræk og merudgifter, men samtidig skal indsatsen for at vinde andre netværks-ordrer føres videre for fuld kraft. Store projekter af denne art har imidlertid et langstrakt startforløb med fastlæggelse af muligheder (feasibility study) og udarbejdelse af tekniske specifikationer fulgt af et pilotprojekt (In Orbit Demonstration) før den endelige ordre kan komme i hus. Balladen omkring den store ordre fra Sky and Space Global har synliggjort afhængigheden af få store kunder, der selv er helt unge virksomheder uden stor indre styrke.

Allerede i forbindelse med ledelsens strategiske revurdering af de langsigtede planer meddelte man (28-09-2018) om ændrede udsigter som følge af denne ordrestruktur. Revolutionen med brug af nanosatellitter vurderes nu til at forløbe langsommere end oprindelig 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 angiver man nu et mål for 2023 på hele 1,5 mia. SEK i omsætning. Bruttoavancen forventes at stige til over 50 % på mellemlangt sigt (defineres ikke præcis; Aktieinfos udlægning: i 2021). Ud fra den justerede, fortsat ambitiøse vækstplan vurderede ledelsen kapitalbehovet frem til tidspunktet med positiv fri pengestrøm til 300 mio. SEK, som aktietegningen i december skulle skaffe en gang for alle. Det lykkedes med 84,5 % opbakning og tilførte 251 mio. SEK brutto i ekstra egenkapital.

Derved har GomSpace opnået større handlefrihed til at håndtere de uventede betalingsvanskeligheder vedrørende den første store ordre på et netværk af nanosatellitter fra SAS. I vores estimat for 2019 er der ikke indregnet hverken risiko for tab på tilgodehavender hos SAS eller indtjeningsbidrag ved en mulig genoptagelse af ordrefafviklingen. Best case vil være sidstnævnte forløb, herunder en eventuel forandring, hvor selskabet eller projektet bliver overtaget af en mere kapitalstærk virksomhed. Perspektivet for 2019 er et afbræk i forhold til den planlagte ekspansion, og nedgangen i aktivitetsniveau må påregnes at føre til et stort underskud på driften. Vi estimerer en reduktion i cash burn fra 185 mio. SEK i 2018 til ca. 130 mio. SEK. Den forsinkede betaling fra SAS skubber 21 mio. SEK over fra 2018 til 2019. Så forbedringen bliver reelt set betydelig mindre (164 til 151 mio. SEK).

Kapitalgrundlaget sætter GomSpace i stand til at videreføre sin udvikling af forretningen uanset afbrækket og en langsommere proces i ordreindgangen. Til gengæld er aktionærerne og børsmarkedet inde i en fase med "fordøjelse" af den store kapitaludvidelse, som jo kun lykkedes takket være den tillid, der vist til ledelsen fra investorenes side. Nu skal tilliden honoreres ved genopretning af forretningen, så børskursen kan rejse sig igen efter det dybe fald igennem andet halvår 2018. Børskursen er bombet helt tilbage til niveauet ved børsintroduktionen i juni 2016! Man skal altså næsten starte forfra. Omvendt er det jo basalt set en glimrende situation for nye investorer men en dyb skuffelse for de gamle aktionærer. Aktien har efter vores opfattelse et stort upside potentiale i form af muligheden for et rebound, men det bremses af et naturligt behov for reduktion af det fordoblede antal aktier hos de aktionærer, som deltog loyalt ved december-tegningen for at forsvare deres investering ved at undgå den udvanding, som ellers ville indtræffe, hvis de ikke medvirkede.

Et vigtigt punkt aktiemæssigt bliver at få etableret en bredere gruppering af kerneinvestorer, hvori den oprindelige Gründer-kreds kan indgå. De ejer i dag kun ca. 23 %. Selskabet fremstår i øjeblikket som en åben take over mulighed uden noget forsvar.

Konklusionen i vurdering af aktien er, at GomSpace udgør en særdeles lovende placeringsmulighed, men aktien er samtidig risikofuld. Som det er fremgået af værditabet i løbet af andet halvår 2018, indtil aktietegningen blev overstået og et rebound kom i gang, er det en high risk/return aktie. Kursudviklingen i år har budt på forsøg på en optur med 20-niveauet som top. Det blev afløst af en kraftig nedtur til pt. 10,5 SEK. Dermed er markedsprisen atter nede ved bundpunktet, der blev passeret ved den store aktietegning i december.

Regnskabstal

mio. SEK	2014	2015	2016	2017	2018	2019E
Omsætning	26,6	34,1	54,1	96	154	120
Bruttoresultat	11	17,2	25,2	27	39	20
Salg og distribution	-6,2	-7,2	-15,5	-31	-38	-40
Forskning & Udvikling	-0,8	-7,8	-6,8	-25	-58	-35
Administration	-2,3	-4,5	-17,4	-38	-60	-45
Driftsresultat	1,8	-2,4	-14,5	-68	-117	-100
Reg.associeret virksomhed	0	0	21,4	5	-2	0
Finansposter	-0,2	-0,8	-1,4	-3	-4	3
Resultat før skat	1,6	-3,1	5,5	-67	-123	-97
Skat	-0,4	0,8	3,5	13	12	10
Nettoresultat	1,2	-2,4	9	-54	-113	-87
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	355
Balance	19,1	30,1	206	313	609	550
Antal medarbejdere ult.	19	30	77	176	231	170
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	6,8

NB: I estimatet for 2019 er påvirkning fra de uafklarede Sky and Space Global ordrer ikke indregnet ud over likvide aktiver, som er forbedret efter modtagelsen af 20,5 mio. SEK pr. 05-03.



Seneste analyser:

Dato	Kurs	Anbefaling:	
		Kort sigt	Langt sigt
06-03-2019	17,3	Køb	Køb
13-11-2018	24,45	Afvent rebound	Køb ved aktietegningen
10-09-2018	39,3	Køb	Køb
11-06-2018	75	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 Svenssen 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.