



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Industri | Sweden | 31 May 2021

AAC Clyde Space

Allt närmare break-even

Positiva bidrag från förvärv i Q1'21

AAC Clyde Space rapporterade EBITDA på -0,5 mkr i Q1'21, upp från -6,2 mkr i Q1'20. Förlusterna inom AAC och Clyde Space minskar, medan Hyperion bidrog med ett andra positivt resultat i kvartalet, med ett positivt första bidrag även från SpaceQuest. De nyligen genomförda förvärven tar successivt AAC Clyde Space närmare lönsamhet, vilket är positivt och enligt plan.

Målsättning om försäljning på 500 mkr 2024 samt lönsamhet 2022

AAC Clyde Space räknar med mycket stark tillväxt framöver med en målsättning om att uppnå en omsättning på 500 mkr 2024. Detta ska drivas av organisk tillväxt samt strategiska förvärv. För referens ligger vårt estimat på 325 mkr 2023, vilket inte inkluderar ytterligare förvärv. Vi räknar även fortsatt med positivt EBITDA 2022e.

Svarta siffror viktigaste triggern för uppvärdering

Vi har gjort mindre prognosförändringar efter rapporten samt justerat för förvärvet av Omnisys och den senaste nyemissionen. Vi ser ett motiverat värde på 3,60-3,70 kr per aktie (3,90-4,00), vilket baseras på våra prognoser avseende försäljning och marginaler för 2025 samt branschmultiplar för bolag i lönsam fas, diskonterat till idag.

Estimatändring (SEK)				Prognos (SEK)				Risk och Avkastning	
	Nu	Förr			20	21e	22e	23e	Motiverat värde
EPS, just 21e	-0.13	-0.1	-29.0%	Sales,m	98	205	289	325	3.60 - 3.70
EPS, just 22e	-0.06	-0	-2,437.1%	Sales Growth	48.1%	108.6%	40.7%	12.7%	Current price
EPS, just 23e	-0	0.09	-101.9%	EBITDA, m	(26.8)	(4.5)	14.2	28	SEK2.67
				EBIT, m	(37.5)	(24.6)	(10.6)	0.0	Riskenivå
				EPS, adj	(0.31)	(0.13)	(0.06)	(0.00)	High
				EPS Growth	NM%	NM%	NM%	NM%	
				Equity/Share	3.0	3.4	3.3	3.3	
				Dividend	0.00	0.00	0.00	0.00	
				EBIT Marginal	(38.1)%	(12.0)%	(3.7)%	0.0%	
				ROE (%)	(6.9)%	(3.9)%	(1.8)%	(0.0)%	
				ROCE	(6.5)%	(3.8)%	(1.7)%	0.0%	
				EV/Sales	3.95x	1.90x	1.35x	1.20x	
				EV/EBITDA	(14.5)x	(86.7)x	27.4x	13.7x	
				EV/EBIT	(10.4)x	(15.8)x	(36.8)x	27,560.7x	
				P/E, adj	(8.6)x	(20.3)x	(45.3)x	(1,617.4)x	
				P/Equity	0.9x	0.8x	0.8x	0.8x	
				Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
				FCF yield	(8.8)%	(10.1)%	(1.4)%	2.1%	
				Net Debt/EBITDA	2.3g	23.7g	(7.0)g	(3.9)g	

Kommande händelser

Q2 2021	26 augusti
Q3 2021	25 november
Q4 2021	24 februari, 2022

Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier	186.4m
Market cap	497
Nettoskuld	(108)
EV	389
Free Float	69.00%
Avg. No. of Daily Traded Sh.	1,406.0(k)
Reuters/Bloomberg	AAC.ST/AAC SS

Kursutveckling 12 mån



Analytiker

alexander.vilval@penser.se



Sammanfattning

Allt närmare break-even

Investment Case

AAC Clyde Space redovisade en tillväxt på 55% i Q1'21 y/y, varav 24% var organisk tillväxt. De båda förvärven SpaceQuest och Hyperion bidrog båda positivt till EBITDA, som landade på -0,463 mkr, vilket var en tydlig förbättring från -6,3 mkr i Q1'20. AAC Clyde Space har en målsättning på en omsättning på 500 mkr 2024, vilket ska drivas av såväl organisk tillväxt samt strategiska förvärv, samt räknar med att vara lönsamma (EBITDA) 2022. Det senaste förvärvet, Omnisys Instruments (april 2021), är ett svenskt, privatägt, bolag verksamt inom utveckling och tillverkning av mätinstrument för rymdprojekt. Omnisys Instruments hade EBITDA på 1,9 mkr 2020. Baserat på siffrorna för 2020 så innebär förvärvet en prislapp på ca EV/Sales 1,4x samt EV/EBITDA 26x. AAC Clyde Space genomförde i samband med detta en riktad nyemission om ca 100 mkr. AAC Clyde Space annonserade i oktober 2020 förvärv av SpaceQuest (USA) samt Hyperion Technologies (Nederländerna) och i samband med det även genomfört en riktad emission om 52 mkr, före transaktionskostnader. SpaceQuest bidrar bland annat till affären Space as a Service, med en tydlig footprint på den amerikanska marknaden, vilket har varit ett uttalat mål att nå för AAC Clyde Space. Hyperion Technologies väntas bidra med ett ökat produktsortiment, förstärkning av R&D- samt stärkning av försäljningsorganisationen. AAC Clyde Space har även inlett ett treårigt utvecklingsprojekt, xSPANCION, tillsammans med European Space Agency (ESA), för att stärka bolagets förmåga att leverera en konstellation av satelliter inkluderande tillverkning av 10 satelliter. Totalt omfattar projektet 19,7 MEUR, varav UK Space Agency (genom ESA) finansierar 9,9 MEUR. En preliminär design ska utarbetas i fas 1 under 2021 till en total kostnad av 1,8 MEUR, där 0,9 MEUR finansieras via ESA, vilket intäktsförs hos AAC Clyde Space utan nettomarginal. I fas 2 fortsätter projektet med tillverkning av tio satelliter, varav fyra kommer att sättas i omloppsbana inom ramen för projektet. Totalkostnaden för denna fas är 17,9 MEUR, varav 8,9 MEUR finansieras via ESA. Resterande 8,9 MEUR avser AAC Clyde Space att finansiera via potentiella kunder som sedermera ska använda data från de fyra satelliterna i omloppsbana inom konceptet Space as a Service (SaaS). Antaget SaaS-intäkter från de fyra första satelliterna om ca 20 mkr per år i 5 år från och med 2024, samt en antagen nettomarginal på 35%, ser vi ett NPV idag på ca 20 mkr från projektet. Därutöver tillkommer potentialen från resterande 6 satelliter, vilka sannolikt skjuts upp längre fram och där även kostnader för uppskjutning ska beaktas.

Bolags profil

AAC Clyde Space är specialiserade på småsatellitteknologi och -tjänster som gör det möjligt för företag, myndigheter och utbildningsorganisationer att i nära realtid få tillgång till högkvalitativa data från rymden. Koncernens växande förmågor finns inom tre områden:

- Space Data as a Service - levererar data från rymden direkt till kunder
- Rymdmissioner - nyckelfärdiga lösningar som ger kunder möjlighet att effektivisera sina rymdmissioner
- Rymdprodukter och komponenter - ett komplett utbud av standardsystem och skräddarsydda delsystem, komponenter och sensorer

AAC Clyde Space avser att bli världsledande inom kommersiella småsatelliter och rymdbaserade tjänster genom att fortsätta att utveckla sin teknologi för att hantera globala utmaningar och förbättra vårt liv på jorden. Koncernens verksamhet bedrivs huvudsakligen i Sverige, Storbritannien, Nederländerna och USA, med partnernätverk i Japan och Sydkorea. AAC Clyde Space aktie är upptagen till handel på Nasdaq First North Premier Growth Market. Aktien handlas också på amerikanske OTCQX Market med tickern ACCMF.

Värdering



ERIK PENSER BANK

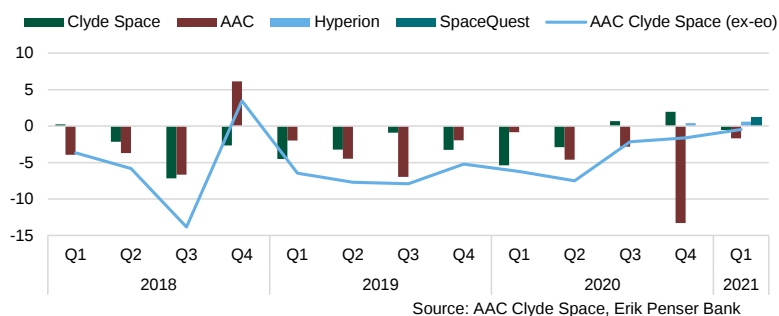
Penser Access | Industri | Sweden | 31 May 2021

Sammanfattning

Allt närmare break-even

Värderingen av AAC Clyde Space baseras på våra prognoser fram till 2025 och EV/EBITDA-multiplar, samt på relationen mellan värdering och marginaler för bolag i lönsam fas i sektorn, diskonterat till idag. Motiverat värde idag uppgår till 3,60-3,70 kr per aktie (3,90-4,00), motsvarande en marknadsvärde om ca 690 mkr (590).

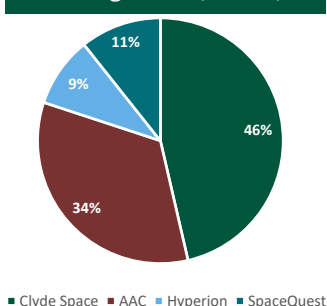
EBITDA per segment/kvartal (mkr)



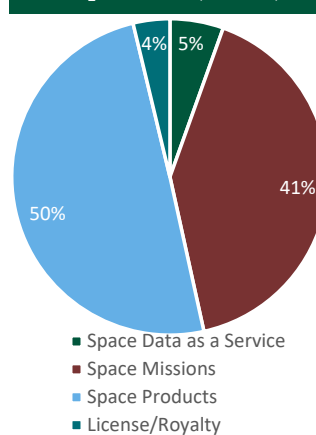
Bolagsfakta

Largest Shareholders (30 april)	Votes	Capital
CBNY Client (SpaceQuest)	12,87%	12,87%
Avanza Pension	7,43%	7,43%
Nordnet Pension	5,08%	5,08%
UBS (W8IMY)	4,54%	4,54%
Others	70,08%	70,08%
Chairman of the Board	Rolf Hallencreutz	
Chief Executive Officer	Luis Gomes	
Chief Financial Officer	Mats Thideman	
Investor Relations	Mats Thideman	
Website	www.aac-clyde.space	

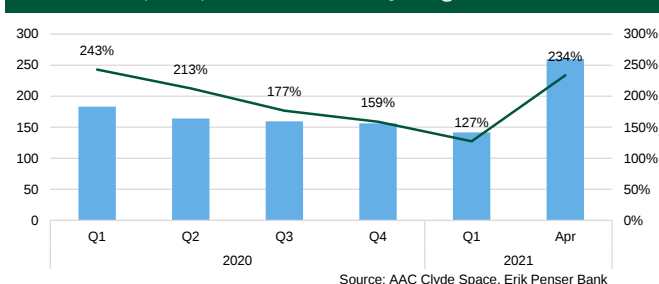
Sales/segment (Q1'21)



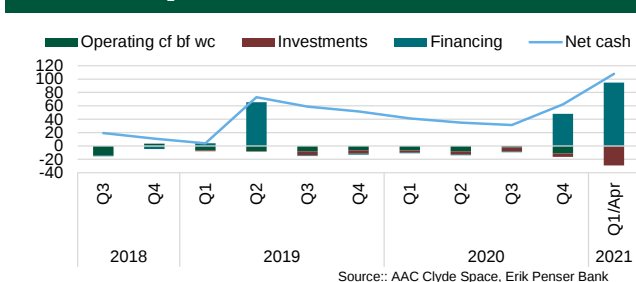
Sales/product (Q1'21)



Orderbok (mkr) vs. 12m försäljning



Kassaflöden per kvartal



Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Net sales	77,9	66,4	98,4	205,2	288,8	325,4
Work performed by the Company for its own use and capitalised	1,5	3,0	8,3	13,2	16,3	18,7
Other operating income	9,8	11,2	12,7	13,6	13,7	13,7
Raw materials and subcontractors	-31,0	-27,4	-50,3	-100,8	-162,0	-179,6
Personnel costs	-53,2	-51,8	-61,1	-95,4	-99,5	-104,0
Other external expenses	-22,8	-23,7	-19,5	-28,6	-29,6	-32,0
Other operating expenses	-10,7	-5,0	-15,4	-11,6	-13,5	-13,9
EBITDA	-28,5	-27,3	-26,8	-4,5	14,2	28,4
Depreciation/amortisation and impairment of tangible and intangible assets	-14,8	-12,9	-10,7	-20,1	-24,7	-28,4
EBIT	-43,3	-40,2	-37,5	-24,6	-10,6	0,0
Net financial items	-0,3	-0,8	-1,3	-0,3	-0,4	-0,4
EBT	-43,6	-41,0	-38,8	-24,9	-11,0	-0,4
Income tax	0,9	0,5	0,5	0,4	0,0	0,1
Net income	-42,7	-40,6	-38,3	-24,4	-11,0	-0,3

Balansräkning

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Assets						
Intangible assets	392,6	418,6	494,3	519,3	519,3	519,3
Tangible assets	4,2	18,3	28,8	23,7	14,0	0,6
Total non-current assets	396,8	436,9	523,1	542,9	533,2	519,8
Inventory	6,5	13,1	12,8	26,9	37,8	42,6
Accounts receivable	10,1	17,7	9,5	19,7	27,7	31,2
Other receivables	27,3	25,2	28,4	28,4	28,4	28,4
Cash and cash equivalents	12,2	52,4	62,4	106,8	99,8	110,3
Total current assets	56,2	108,5	113,2	181,8	193,8	212,6
Total assets	453,0	545,4	636,3	724,7	727,0	732,4
Equity and liabilities						
Equity attributable to Parent Company shareholders	412,1	466,1	557,8	629,3	618,4	618,0
Total equity	412,1	466,1	557,8	629,3	618,4	618,0
Liabilities to credit institutions	1,2	0,8	0,3	0,3	0,3	0,3
Other non-current liabilities		11,3	9,3	9,3	9,3	9,3
Deferred tax liabilities	4,1	3,9	9,3	9,3	9,3	9,3
Total non-current liabilities	5,3	15,9	18,8	18,8	18,8	18,8
Accounts payable	11,1	9,8	15,5	32,4	45,6	51,4
Other liabilities	24,6	53,6	44,2	44,2	44,2	44,2
Total current liabilities	35,6	63,4	59,7	76,6	89,8	95,6
Total equity and liabilities	453,0	545,4	636,3	724,7	727,0	732,4

Kassaflödesanalys

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
EBT	-43,6	-41,0	-38,8	-24,9	-11,0	-0,4
Adjustments for non-cash items	14,8	12,9	10,7	20,1	24,7	28,4
Income taxes paid	0,0	0,0	0,0	0,4	0,0	0,1
Cash flow from operating activities before changes in working capital	-28,8	-28,2	-28,1	-4,3	13,8	28,1
Total changes in working capital	-19,8	12,4	13,6	-7,4	-5,8	-2,5
Cash flow from operating activities	-48,6	-15,7	-14,5	-11,7	8,0	25,6
Investments in intangible assets	-19,5	-12,1	0,0	-25,0	0,0	0,0
Investments in tangible assets	-0,8	-1,9	-20,3	-15,0	-15,0	-15,0
Cash flow from investing activities	-20,3	-13,9	-20,3	-40,0	-15,0	-15,0
Rights issue	48,0	73,3	45,5	96,0		
Borrowings		0,0				
Warrants	0,0					
Repayments of borrowings	-4,1	-3,6				
Cash flow from financing activities	43,9	69,7	45,5	96,0	0,0	0,0
Increase/decrease in cash and cash equivalents	-25,0	40,1	10,8	44,3	-7,0	10,6
Cash and cash equivalents at the beginning of the period	37,2	12,2	52,4	62,4	106,8	99,8
Exchange-rate differences in cash and cash equivalents	0,0	0,1	-0,7			
Cash and cash equivalents at the end of the period	12,2	52,4	62,4	106,8	99,8	110,3

Denna publikation (nedan "Publikationen" har sammanställts av Erik Penser Bank (nedan "Banken") exklusivt för bankens kunder. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan således inte garanteras. Banken kan låta medarbetare från annan avdelning eller analyserat bolag (nedan "bolaget") läsa fakta eller serier av fakta för att få dessa verifierade. Banken lämnar inte i förväg ut slutsatser eller omdömen i Publikationen. Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns åsikter vid tillfället för upprättandet av Publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen.

Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd att ingå transaktioner. Informationen tar inte sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Informationen är därmed ingen personlig rekommendation eller ett investeringsråd.

Banken fransäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Placeringen kan öka eller minska i värde eller bli helt värdelös. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden

Motiverat värde och risk

Det motiverade värdet speglar ett värde för aktien per den dag analysen publicerats i ett intervall motsvarande ca 5-10%. Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument såsom till exempel kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler.

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde skall framgå av analysen och kan variera från bolag till bolag. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata och ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. Vad gäller risk klassificeras aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån ett antal kända parametrar som är relevanta för bolaget. En generell riktlinje för att klassificeras som låg risk är att bolaget har positivt kassaflöde och att ingen enskild faktor påverkar omsättningen mer än 20%. Motsvarande generella beskrivning av hög risk är att bolaget inte nått positivt kassaflöde alternativt att en enskild faktor påverkar omsättningen mer än 50%.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt analyserat bolag. Banken erhåller ersättning för nämnda tjänst från det analyserade bolaget. Potential- och riskklassificeringen uppdateras kontinuerligt. Klicka <https://www.penser.se/historiska-analysrekommendationer/> för att se historik över investeringsrekommendationer från Banken

Allmänt

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation målfaldigas eller sprids. Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av materialets innehåll.

Banken har utarbetat en Etikpolicy samt en Intressekonfliktpolicy. Dessa syftar till att förebygga och förhindra intressekonflikter mellan kunders intressen och avdelningar inom Banken. Sättet som Banken använder för att förebygga intressekonflikter är bl. a. restriktiva kommunikationer (Chinese Walls). Analysavdelningen är fysiskt belägen avskild från Corporate Finance-avdelningen, som sitter i egen lokal. Corporate Finance-avdelningen får inte delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Det kan dock, från tid till annan, föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan ett bolag som förekommer i en Publikation och någon annan avdelning i Banken än Analysavdelningen. Banken har utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för Investeringsrekommendation.

Från tid till annan utför Banken uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut, till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i omnämnt bolag. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Banken och dess anställda följer svenska fondhandlarföreningens riktlinjer för anställdas affärer. Den analytiker som har utarbetat en Investeringsanalys som avses i 11 kap. 8 § FFFS 2007:16 och andra som medverkat i detta arbete får inte för egen räkning handla i be-rörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instru-ment i strid med gällande rekommendation. Bankens Compliance-avdelning övervakar anställdas transaktioner.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat. Varken Banken eller de personer som sammanställt denna publikation har innehav (varken långa eller korta) i analyserat bolags emitterade finansiella instrument överstigande 0,5 % av det analyserade bolagets aktiekapital.

För det aktuella bolaget utför Banken även analys i enlighet med villkoren för den kostnadsbelagda tjänsten "Penser Access". Klicka här <https://epaccess.penser.se/> för mer information om tjänsten.

Erik Penser Bank har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn

Erik Penser Bank (*publ.*)

Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM

tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 www.penser.se