



# ERIK PENSER BANK

Penser Access | Industri | Sweden | 28 August 2020

## AAC Clyde Space

### Målsättningar för 2021 utom räckhåll

#### Svårt att nå målen för 2021

AAC Clyde Space rapporterade ett EBITDA på -7,5 mkr i Q2'20, vilket var i nivå med Q2'19. Orderboken, som nu motsvarar ca 2,1x 12 månaders försäljning, uppgick till 164 mkr. Bolaget uppger att effekterna av covid-19, med uppskjutna ordrar och försenade leveranser från underleverantörer, medför att målen som kommunicerades i bokslutet för 2019 om positivt EBITDA och operativt kassaflöde 2021 kommer att bli svåra att nå.

#### Ljusglimtar med nya ordrar

AAC Clyde Space bedömer att den underliggande starka tillväxten i marknaden är intakt och offentliggjorde ett antal ordrar under Q2'20. Den 24 augusti annonserades att de tillsammans med SAAB och ORBCOMM utvecklar nästa generations rymdbaserade VDES-system (VHF Data Exchange System), vilket kan öka VDES-täckningen från kustlinjerna till överallt på haven och integreras med navigationssystem.

#### Begränsad uppsida på kort sikt

Nettokassan på 34,9 mkr i Q2'20 räcker in i 2021, baserat på de kassaflöden vi sett det senaste året, och AAC Clyde Space söker nu ny finansiering. I väntan på det, och med osäkra utsikter, ser vi en begränsad uppsida i aktien på kort sikt.

Estimatändring (SEK)				Prognos (SEK)				Risk och Avkastning		
	Nu	Förr		19	20e	21e	22e	Motiverat värde	3.70 - 4.00	
EPS, just 20e	-0.44	-0.29	52.4%	Sales,m	66	81	101	116	Current price	SEK3.22
EPS, just 21e	-0.27	-0.17	56.2%	Sales Growth	(14.7)%	21.4%	25.0%	15.0%	Riskenivå	High
EPS, just 22e	-0.17	-0.11	55.8%	EBITDA, m	(27.3)	(29.3)	(11.8)	(2.7)	Kurspotential	Medium
				EBIT, m	(40.2)	(41.0)	(23.5)	(14.5)		
				EPS, adj	(0.42)	(0.44)	(0.27)	(0.17)		
				EPS Growth	NM%	NM%	NM%	NM%		
				Equity/Share	4.8	4.4	4.1	4.0		
				Dividend	0.00	0.00	0.00	0.00		
				EBIT Marginal	(60.5)%	(50.8)%	(23.4)%	(12.5)%		
				ROE (%)	(8.7)%	(10.0)%	(6.4)%	(4.3)%		
				ROCE	(8.3)%	(9.3)%	(5.1)%	(3.2)%		
				EV/Sales	4.14x	3.41x	2.73x	2.37x		
				EV/EBITDA	(10.1)x	(9.4)x	(23.3)x	(101.4)x		
				EV/EBIT	(6.8)x	(6.7)x	(11.7)x	(19.0)x		
				P/E, adj	(7.6)x	(7.3)x	(12.1)x	(18.8)x		
				P/Equity	0.7x	0.7x	0.8x	0.8x		
				Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
				FCF yield	(6.0)%	(9.5)%	(8.5)%	(3.4)%		
				Net Debt/EBITDA	1.9g	0.8g	(0.3)g	(5.4)g		

Kommande händelser		Kursutveckling 12 mån	
Q3 2020	26 november 2020		
Q4 2020	18 februari 2021		
-	-		

Bolagsfakta (mkr)		Analytiker	
Antal aktier	96.2m	alexander.vilval@penser.se Analysavdelningen	
Market cap	310		
Nettoskuld	(35)		
EV	275		
Free Float	81.51%		
Avg. No. of Daily Traded Sh.	424.1(k)		
Reuters/Bloomberg	AAC.ST/AAC SS		



# Sammanfattning

## Målsättningar för 2021 utom räckhåll

### Investment Case

AAC Clyde Space rapporterade ett EBITDA på -7,5 mkr i Q2'20, vilket var i nivå med -7,7 mkr Q2'19. När AAC Clyde Space rapporterade Q1'20, den 15 maj, hade de inte sett några tecken på försvagad efterfrågan i spåren av covid-19 och väntade sig stark tillväxt 2020 samt positivt EBITDA och operativt kassaflöde 2021. Detta uppges nu bli svårt att nå p g a försenade kundorder och leveranser från leverantörer. AAC Clyde Space bedömer dock att den underliggande starka tillväxten i marknaden är intakt. I samband med detta flaggar även bolaget för att de utvärderar olika alternativ för att stärka finansieringen. AAC Clyde Space offentliggjorde ett antal ordrar under Q2'20, och den 24 augusti annonserades att de tillsammans med SAAB och ORBCOMM utvecklar nästa generations rymdbaserade VDES-system (VHF Data Exchange System). Rymdbaserad infrastruktur ökar VDES-täckningen från kustlinjerna till överallt på haven och kan integreras med navigationssystem, med fördelar som sänkt bränsleförbrukning, förbättrad navigation och ökad säkerhet. Satelliten väntas bli den första i en konstellation, och kommer som första satellit att tillverkas i Uppsala, medan Glasgow, som är navet för satellittillverkningen, kommer att utveckla nästa generations satelliter. Bolaget har i Skottland även fått ett anslag av Scottish Enterprise på 2,3 MGBP för satellitutveckling. I ett första steg är projektet med SAAB och ORBCOMM värt 17 mkr för AAC Clyde Space, som kommer att tillverka, skjuta upp och driftsätta satelliten enligt konceptet Space as a Service.

### Bolags profil

AAC Clyde Space bildades 2018 då AAC Microtec, bildat 2005, från Uppsala, Sverige förvärvade Clyde Space, även det bildat 2005, från Glasgow i Skottland. AAC Clyde Space erbjuder kundpassade, nyckelfärdiga tjänster från design till drift av satellitsystem i omloppsbana, vilket inkluderar satellitplattformar. Aktien, med kortnamn AAC, handlas på Nasdaq First North Premier Growth Market, samt från och med den 21 augusti 2020 på den amerikanska OTCQX-marknaden med kortnamn ACCMF.

### Värdering

Vi ser en begränsad potential i värderingen på kort sikt nu när AAC Clyde Space meddelar att de inte kommer att nå sina mål om lönsamhet nästa år samt behöver ytterligare finansiering. Förväntan om, och leverans av, lönsam tillväxt kan lyfta AAC-aktien på sikt, och sannolikt ser AAC Clyde Space över sina mål och uppdaterar dem i samband med ny finansiering. Efter att ha justerat ned våra prognoser har vi nu skjutit fram tidpunkten för när AAC Clyde Space når ett positivt EBITDA från 2021 till inledningen av 2023.

### Motiverat värde

Vi ser en rikt Kurs på 4 kr per aktie på ett års sikt, givet att tillväxten och lönsamheten förbättras i linje med våra prognoser. Osäkerheten i estimaten är dock stor i det här läget, såväl på upp- som nedsidan.

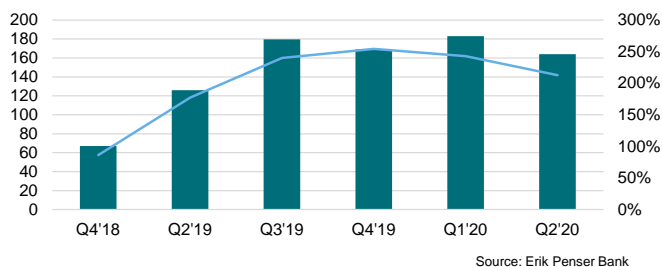
## Orderstocken ned något till 2,1x 12m omsättning

AAC Clyde Space rapporterade en orderstock på 164 mkr i Q2'20, ner från toppnivån 183 mkr i Q1'20. Denna volym indikerar en försäljning det kommande året på ca 110 mkr, men problem med underleverantörer vilket leder till utdragna leveranstider betyder att nivån sannolikt blir lägre än så. Vi räknar med en försäljning på 91 mkr kommande 12 månader, och har sänkt våra försäljningsprognoser med ca 30%. Vi förväntar oss dock att försäljningen 2020 överträffar 2018 års nivå, samt växer 25% 2021. Detta räcker dock inte till att lyfta AAC Clyde Space till lönsamhet 2021, vilket vi nu räknar med att de närmar sig 2022. Bruttomarginalen var fortsatt lägre än vanligt i Q2'20, detta kvartal till följd av en lägre andel standardprodukter i försäljningen, medan det i Q1'20 berodde på en större andel tredjepartsprodukter än normalt. Att bruttomarginalen uppgått till ca 47% i H1'20, att jämföra med 59% 2019, är ett orosmoln. Vi räknar med 50% i H2'20 samt en återgång till historiska nivåer 2021.

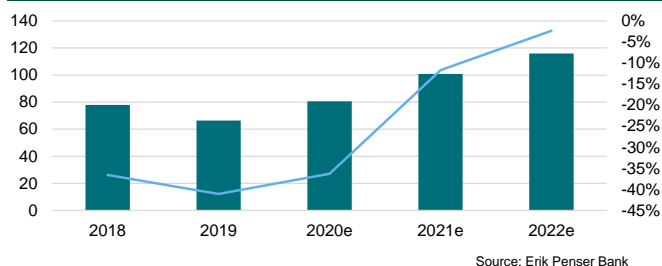
## Kassan räcker in i Q1'21 i nuvarande tempo

I samband med att AAC Clyde Space meddelade att de inte förväntar sig att nå målsättningarna för 2021 så flaggade de även för att de utvärderar olika alternativ för att stärka finansieringen. Det senaste året så har AAC Clyde Space kassaflöde, mätt som operativt kassaflöde före rörelsekapitalförändringar samt inklusive investeringar, legat kring -12 mkr per kvartal. Givet den nivån framöver på kort sikt så räcker nettokassan på 34,9 mkr in i Q1'21.

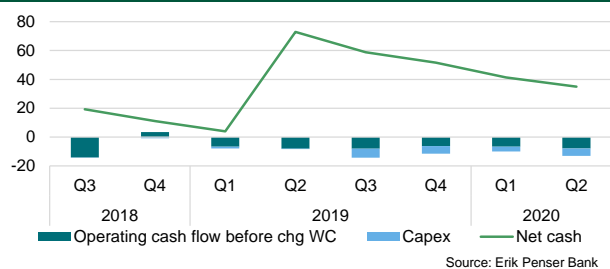
### Orderstock (mkr) jmf 12 månaders omsättning



### Försäljning (mkr) / EBITDA-marginal



### Likviditet och kassaflöden (mkr)



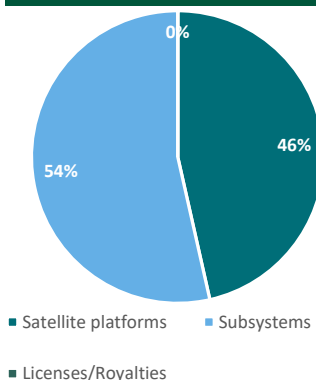
## Bolagsfakta

Largest Shareholders	Votes	Capital
Mediuminvest A/S	13,90%	13,90%
UBS Switzerland AG, W8IMY	10,30%	10,30%
Fouriertransform AB	9,40%	9,40%
SIX SIS AG, W8IMY	7,00%	7,00%
Others	59,40%	59,40%

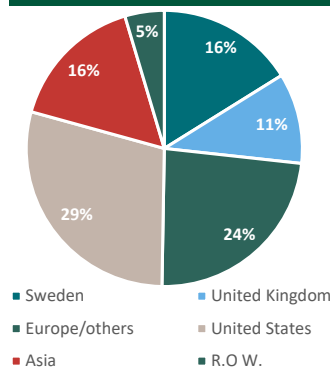
  

Chairman of the Board	Rolf Hallencreutz
Chief Executive Officer	Luis Gomes
Chief Financial Officer	Mats Thideman
Investor Relations	Mats Thideman
Website	<a href="http://www.aac-clyde.space">www.aac-clyde.space</a>

## Sales/segment (12m)



## Sales/geografi (2019)



## Resulträkning

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Net sales	77,9	66,4	80,6	100,8	115,9
Work performed by the Company for its own use and capitalised	1,5	3,0	7,0	7,1	8,7
Other operating income	9,8	11,2	12,0	15,6	17,8
Raw materials and subcontractors	-31,0	-27,4	-41,7	-40,3	-46,4
Personnel costs	-53,2	-51,8	-56,2	-61,1	-63,6
Other external expenses	-22,8	-23,7	-25,6	-27,9	-29,0
Other operating expenses	-10,7	-5,0	-5,4	-5,9	-6,1
<b>EBITDA</b>	<b>-28,5</b>	<b>-27,3</b>	<b>-29,3</b>	<b>-11,8</b>	<b>-2,7</b>
Depreciation/amortisation and impairment of tangible and intangible assets	-14,8	-12,9	-11,7	-11,8	-11,8
<b>EBIT</b>	<b>-43,3</b>	<b>-40,2</b>	<b>-41,0</b>	<b>-23,5</b>	<b>-14,5</b>
Net financial items	-0,3	-0,8	-1,9	-2,0	-2,0
<b>EBT</b>	<b>-43,6</b>	<b>-41,0</b>	<b>-42,9</b>	<b>-25,5</b>	<b>-16,5</b>
Income tax	0,9	0,5	0,3	0,0	0,0
<b>Net income</b>	<b>-42,7</b>	<b>-40,6</b>	<b>-42,5</b>	<b>-25,5</b>	<b>-16,5</b>

## Balansräkning

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>Assets</b>					
Intangible assets	392,6	418,6	418,6	418,6	418,6
Tangible assets	4,2	18,3	16,6	14,8	7,0
<b>Total non-current assets</b>	<b>396,8</b>	<b>436,9</b>	<b>435,2</b>	<b>433,4</b>	<b>425,7</b>
Inventory	6,5	13,1	12,1	15,1	17,4
Accounts receivable	10,1	17,7	9,7	12,1	13,9
Other receivables	27,3	25,2	25,2	25,2	25,2
Cash and cash equivalents	12,2	52,4	23,0	46,8	36,3
<b>Total current assets</b>	<b>56,2</b>	<b>108,5</b>	<b>70,0</b>	<b>99,2</b>	<b>92,8</b>
<b>Total assets</b>	<b>453,0</b>	<b>545,4</b>	<b>505,2</b>	<b>532,7</b>	<b>518,5</b>
<b>Equity and liabilities</b>					
Equity attributable to Parent Company shareholders	412,1	466,1	423,6	398,0	381,5
<b>Total equity</b>	<b>412,1</b>	<b>466,1</b>	<b>423,6</b>	<b>398,0</b>	<b>381,5</b>
Liabilities to credit institutions	1,2	0,8	0,8	50,8	50,8
Other non-current liabilities		11,3	11,3	11,3	11,3
Deferred tax liabilities	4,1	3,9	3,9	3,9	3,9
<b>Total non-current liabilities</b>	<b>5,3</b>	<b>15,9</b>	<b>15,9</b>	<b>65,9</b>	<b>65,9</b>
Accounts payable	11,1	9,8	12,1	15,1	17,4
Other liabilities	24,6	53,6	53,6	53,6	53,6
<b>Total current liabilities</b>	<b>35,6</b>	<b>63,4</b>	<b>65,7</b>	<b>68,7</b>	<b>71,0</b>
<b>Total equity and liabilities</b>	<b>453,0</b>	<b>545,4</b>	<b>505,2</b>	<b>532,7</b>	<b>518,5</b>

## Kassaflöde

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
EBT	-43,6	-41,0	-42,9	-25,5	-16,5
Adjustments for non-cash items	14,8	12,9	11,7	11,8	11,8
Income taxes paid	0,0	0,0	0,3	0,0	0,0
<b>Cash flow from operating activities before changes in working capital</b>	<b>-28,8</b>	<b>-28,2</b>	<b>-30,8</b>	<b>-13,8</b>	<b>-4,7</b>
Total changes in working capital	-19,8	12,4	11,4	-2,4	-1,8
<b>Cash flow from operating activities</b>	<b>-48,6</b>	<b>-15,7</b>	<b>-19,4</b>	<b>-16,2</b>	<b>-6,5</b>
Investments in intangible assets	-19,5	-12,1	0,0	0,0	0,0
Investments in tangible assets	-0,8	-1,9	-10,0	-10,0	-4,0
<b>Cash flow from investing activities</b>	<b>-20,3</b>	<b>-13,9</b>	<b>-10,0</b>	<b>-10,0</b>	<b>-4,0</b>
Rights issue	48,0	73,3			
Borrowings		0,0		50,0	
Warrants	0,0				
Repayments of borrowings	-4,1	-3,6			
<b>Cash flow from financing activities</b>	<b>43,9</b>	<b>69,7</b>	<b>0,0</b>	<b>50,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Increase/decrease in cash and cash equivalents</b>	<b>-25,0</b>	<b>40,1</b>	<b>-29,4</b>	<b>23,8</b>	<b>-10,5</b>
Cash and cash equivalents at the beginning of the period	37,2	12,2	52,4	23,0	46,8
Exchange-rate differences in cash and cash equivalents	0,0	0,1			
Cash and cash equivalents at the end of the period	12,2	52,4	23,0	46,8	36,3

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.

#### Potential och risk

Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument. Bland dessa finns kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata.

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.

Vi klassificerar aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån en tvådimensionell modell bestående av potential och risk.

Banken relaterar potentialen till vedertagna värderingsmetoder givet ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. I det här sammanhanget definierar vi låg potential som maximalt 10% förväntad totalavkastning den kommande tolv månadersperioden. För att aktien skall erhålla klassificeringen Hög potential krävs det att vi ser en totalavkastning på minst 50%. Denna kan dock ligga ett par år bort i tiden.

Vad gäller risk analyserar vi 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%.

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 mångfaldigas 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 berörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instrument 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](http://www.penser.se)