



Cybaero – only the sky is the limit...

- ✓ Offertstocken ökar från noll till 100 Mkr på ett år
- ✓ Potentiella affärer uppskattas till 500 Mkr
- ✓ Strategiskt samarbetsavtal med den amerikanska forskningsinstitutionen US Naval Research Laboratory (NRL).
- ✓ Strategiskt samarbetsavtal med US Naval Research Laboratory
- ✓ CybAero genomför testflygning av Vantage på det militära testfältet Blossom Point utanför Washington DC, USA.
- ✓ Vantage förväntas vara färdig för kommersialisering under 2009.
- ✓ CybAero flyttar till FMV på flygbasen Malmen i Linköping
- ✓ Stort intresse för Vantage från både kunder och potentiella partners på mässor i USA i Europa

Sammanfattning

CybAero utvecklar, marknadsför och säljer autonoma obemannade helikoptrar med integrerade sensorer och kringutrustning. Bolaget bearbetar marknaden direkt och med hjälp av utvalda lokala partners. I takt med att antalet levererade system ökar beräknas intäkterna från utbildning, service samt underhåll att öka väsentligt. För att nå vissa civila kunder planeras även en tjänsteverksamhet.

CybAeros expansion inleddes sommaren 2004 när det första stora kontraktet skrevs avseende leverans av sju system APID 55 till Förenade Arabemiratens försvarsmakt. Som en följd av detta har bolaget etablerat sig med ett eget säljkontor i Dubai.

I augusti 2007 erhöll CybAero de exklusiva världsrättigheterna till den autonoma helikopter som utvecklats av NRL, kallad Vantage. Helikoptern har utvecklats på uppdrag av amerikanska marinkåren och är finansierad med amerikanska forskningsanslag

Antal aktier (före emissionen)	12 miljoner
Notering	First North
VD	Mikael Hult
Största ägare (%)	Mikael Hult via bolag och privat, 8,95 procent
Webb	http://www.cybaero.se
Market Cap	9 Mkr
Axiers rekommendation	Teckna
Risk	Hög
Potential	Mycket hög

Beskrivning av verksamheten

Grunden till CybAeros verksamhet lades 1992 när dåvarande Försvarets Forskningsanstalt (FOA) lade ett forskningsuppdrag på Linköpings Tekniska Högskola. Det fanns ett behov av att använda en liten helikopter som kunde bära en elektronisk störsändare. Detta ledde fram till utvecklingen av ett styrsystem och en helikopterplattform som kunde hålla en sändare i luften. Detta forsknings- och utvecklingsarbete ledde så småningom till den första helt datastyrda (autonoma) flygningen 1997. Den initiala forskningen är sedan länge avslutad. De senaste åren har CybAero ägnat åt produktifiering och kommersialisering av resultatet.

CybAeros expansion inleddes sommaren 2004 när det första stora kontraktet skrevs avseende leverans av sju system APID 55 till Förenade Arabemiratens försvarsmakt. Värdet på denna order uppgick till 3,6 MEUR. Kontraktet innefattade nya tekniska utmaningar och vidareutveckling av den obemannade helikoptern. För att lösa en del återstående tekniska problem samarbetade CybAero med Saab AB som även bidragit med en del av finansieringen av den första serien. Arbetet resulterade i en färdig produkt som svarar mot kundens kravspecifikation och beräknas kunna levereras under Q2 2009. Arbetet har även lett till att CybAero under 2005 bildade ett regionalt säljbolag, UAV Middle East FZCO (UAV ME) i Förenade Arabemiraten för att bättre nå presumtiva kunder på marknaden i Mellanöstern. Det finns ett flertal länder i regionen som har bett bolaget lämna offerter och ett stort antal demonstrationer har redan hållits, såväl till lands som till havs.

Förenade Arabemiratens gör testorder om 3,6 MEUR

I augusti 2007 meddelades officiellt att ett avtal träffats mellan Bolaget och US Naval Research Laboratory (NRL). NRL är amerikanska försvarsmaktens forsknings- och utvecklingsinstitut och har mångårig erfarenhet av utveckling av autonoma farkoster.

Avtalsformen benämns CRADA, Cooperative Research And Development Agreement, och styr fortsatt forskning och utveckling av den obemannade helikoptern Vantage som NRL har utvecklat på uppdrag av den amerikanska marinen. Överenskommelsen innebär att CybAero kommer att vidareutveckla och färdigställa helikoptern i samarbete med NRL, därefter kommer CybAero att tillverka och inneha ensamrätten för försäljning över hela världen, inklusive den amerikanska marknaden som är världens största. Avtalet ger också tillgång till några av de skickligaste forskarna inom autonoma system vid NRL. Samarbetsavtalet (CRADA) med US Naval Research Lab (NRL) har utfallit mycket positivt och avtalet förlängdes tidigare i höst med ett år efter en utvärdering.



Marknad

Enligt oberoende marknadsanalysföretag som *Frost & Sullivan*, *Visiongain* och *Teal Group*, har världsmarknaden för obemannade flygande farkoster vuxit kraftigt den senaste femårsperioden. År 2000 uppgick omsättningen på världsmarknaden enligt uppskattningar till 2 400 miljoner USD och denna siffra förväntas öka med över 400 procent det kommande årtiondet.

Den amerikanska marknaden för obemannade flygande farkoster är den största och utgör cirka 75 procent av världsmarknaden sett till spenderade forskningsmedel och 60 procent av inköp enligt amerikanska analysinstitutet *Teal Group*. USA är således relativt sett en viktigare marknad för obemannade flygande farkoster än för vanliga flygplan och helikoptrar. Efter den amerikanska marknaden är den europeiska marknaden störst med en andel på tio procent. Vid sidan av ovanstående marknader förutspås Mellanöstern och Östasien att bli huvudmarknader i framtiden. *CybAero* har verksamhet i USA, Europa och Mellanöstern och täcker därmed de tre viktigaste marknaderna.

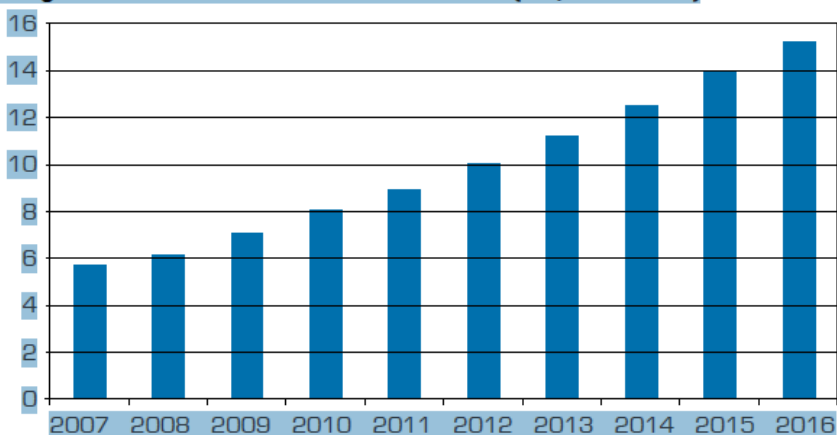
Marknaden förväntas öka med över 400 procent det kommande årtiondet

Det är främst på den militära sidan som marknaden finns, mellan 95 och 97 procent utgörs av denna även om civila marknaden ökar sin betydelse, främst beroende på det oroliga politiska läget som finns med terrorism.

I den senaste Gulf-konflikten demonstrerades potentialen i obemannade flygande farkoster där de användes för spaning och vid taktisk krigföring. I de pågående konflikterna i Irak och Afghanistan har användningen av UAV-plattformar ökat och i dag finns det hundratals obemannade luftfarkoster i luften samtidigt bara i Irak.

Visiongain hävdar att den europeiska marknaden kommer att få en ökad betydelse för bolag som *CybAero*. De närmaste åren beräknas marknaden öka med tolv procent per år fram till 2016 då marknaden beräknas uppgå till 6,300 MUSD. Därmed kommer taktiska UAV bli det största segmentet motsvarande halva marknaden. De största konkurrenterna, *Saab Aerosystems*, *Elbit*, *IAI*, *Sagem SA*, *EADS* och *Dassault Aviation*, har främst inriktat sig på obemannade flygplan, så kallade Fixed Wing till skillnad från *CybAero* som kan erbjuda en helikopter.

Prognos för UAV-marknaden 2007–2016 (miljarder USD)

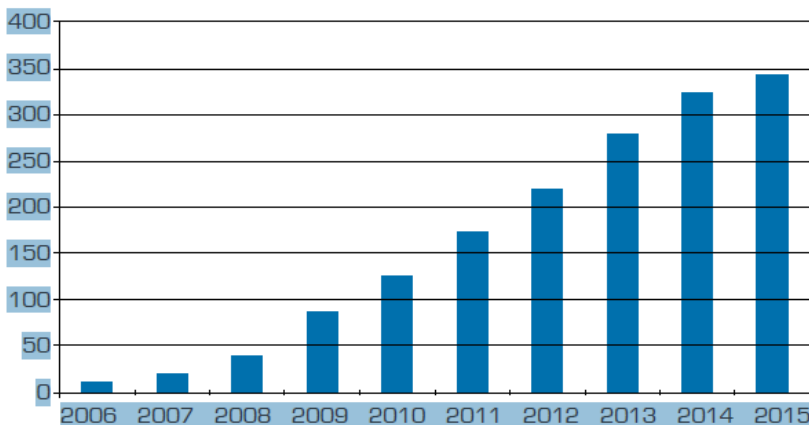


Källa: *visiongain 2006*.

Den civila marknaden (inklusive offentliga och paramilitära sektorn) är med sin marknadsandel på tre till fem procent liten i jämförelse med den militära. Trots sin litenhet är det på denna marknad som Axier ser de största möjligheterna för CybAero på längre sikt. Vi ser ett ökat behov av att kunna samla in information från luften, bland annat avseende kustbevakning, gränskontroll och nationell säkerhet.

Vi ser även hur användandet av obemannade flygande farkoster redan i dag används för övervakning av oljeledningar i Mellanöstern, av sädesfält i Japan och vid räddningsuppdrag under naturkatastrofer. CybAero står sålunda inte och faller med neddragna försvarsbudgetar.

Prognos för den civila europeiska UAV-marknaden 2006–2015 (MUSD)



Källa: Flight International/Visiongain 2006.

Ledning, styrelse och ägare

CybAero har en synnerligen väl sammansatt styrelse, Axier anser att bolaget lyckats väl med att plocka samman en grupp som tillför bolaget kompetens, ett brett kontaktnät och erfarenhet från just de områden som behövs för detta speciella bolag. Vad sägs till exempel om styrelsens ordförande Fredrik Hillelson?

Styrelsens nye ordförande har ett förflutet som chef för svenska militära delegationen vid NATO:s högkvarter

Denne har en lång militär karriär bakom sig vilket bland annat innefattar chef för KA 1 (numera Amf 1, Amfibieregementet), chef för Högkvarterets strategiavdelning samt försvarsattaché och chef för svenska militära delegationen vid NATO:s högkvarter och Västeuropeiska unionen VEU:s försvarskommitté i Bryssel. Idag är Hillelson VD i Defence Consulting Europe, ett bolag som utvecklar marina specialfarkoster. Axier anser att det är ett synnerligen noga övertänkt arbete som ligger bakom dennes utnämning till styrelseordförande eftersom vi ser exempel på en man som verkligen tillför kompetens, kontakter och erfarenhet till CybAero.

Denne kompletteras bland annat av Ragnvald Otterlei med lång erfarenhet från Kvaerner Mandal AS, Micromar AS, Kongsberg Albatross AS och Norcontrol AS som teknisk projektledare inom bland annat fartygs- och militärindustrin. Jan Nilsson bistår med tekniskt kunnande och har erfarenhet av serieproduktion som CybAero kommer att behöva inom kort medan Rune F Löderup täcker upp den finansiella sidan.

Den dagliga driften leds sedan 2004 av Mikael Hult som sedan tidigare har en lång erfarenhet som bland annat VD i start-up verksamhet i bland annat Instrutec AB, PS Presentation System AB, och Surgivision AB. Axier observerar med gillande att bolagets VD dessutom är dess störste aktieägare. Vi är positiva till den så kallade pilotskolan, och anser att en VD med ett stort eget ägande gör mer för bolaget än en VD som enbart har en hög lön.

CybAeros aktie listades på First North den 13 juni 2007 med kortnamnet CBA. I samband med noteringen riktade bolaget en emission till ägarna i Yield vilket medför att bolaget har en av de mer spridda aktierna på denna lista. En stor spridning på aktien är ett bra tecken, särskilt i dessa tider eftersom detta gynnar bolaget då det behöver vända sig till aktiemarknaden och äska kapital.

Aktieägare	Antal aktier	Kapital och röster
Mikael Hult via bolag och privat	1 072 030,00	4,47 %
Amer Al- Khalili	760 000,00	3,17 %
Bakelittfabriken Holding AS	635 750,00	2,65 %
Micromar AS	536 830,00	2,24 %
Rune Löderup via bolag, privat o kapitalförsäkring	444 273,00	1,85 %
Lars Fredrik Stuve	322 880,00	1,35 %
Euroben Life & Pension LTD EPD	288 000,00	1,20 %
Försäkringsbolaget Avanza Pension	226 013,00	0,94 %
Dennis Bohm	186 200,00	0,78 %
Capmate AB	152 000,00	0,63 %
Övriga	7 360 564,00	30,71 %
Föreliggande nyemission	11 984 540,00	50,00 %
Totalt	23 969 080,00	100,00 %

Risker och möjligheter

Bolaget har under det senaste året erhållit förfrågningar från flera potentiella kunder och tillsammans med en ökad marknadsbearbetning har Bolagets offertstock det senaste året gått från 0 till drygt 100 MSEK och där de potentiella följdaffärerna för dessa offerter uppskattas till över 500 MSEK, utöver den offererade volymen. Inneliggande orderstock uppgår för närvarande till ca 15 MSEK. Axier ser därför att marknaden finns där ute, det gäller bara för bolaget att se till att på ett så pass tidigt skede som möjligt kapa åt sig så stor del av marknaden som möjligt.

Offertstocken har ökat från 0 till 100 MSEK - på ett enda år



CybAero befinner sig i en expansionsfas och kan komma att behöva anskaffa ytterligare kapital vid ett eller flera tillfällen i framtiden. En viss del av detta behov täcks i och med denna emission eftersom CybAero ger ut så kallade *units*, som består av två aktier till vilken bifogas en vederlagsfri teckningsoption. Bolagets möjlighet att tillgodose framtida kapitalbehov är i hög grad beroende av dess försäljningsframgångar eftersom det kostar att ta fram produkter till nya kunder. Axier gör sålunda bedömningen att tillgång på rörelsekapital kan komma att bli den största flaskhalsen för CybAero.

CybAero står inför en spännande expansion tack vare en snabbt ökande efterfrågan på den globala marknaden för obemannade flygande farkoster. Bolaget har idag en fungerande obemannad helikopter, APID, samt den under färdigställande USA-utvecklade helikoptern Vantage. Därmed står inte bolaget och faller med en enda order avseende en enskild produkt. Ett avslut kan komma att leda till synnerligen stor försäljning.

Konkurrenter

CybAeros marknadsmöjligheter inom segmentet för obemannade helikoptrar måste anses som goda då konkurrensen idag är begränsad, samtidigt som användandet av obemannade flygande farkoster ökar allt mer i omfattning. Se även den graf som återfinns under rubriken Marknad.

Axier är av den uppfattningen att bolaget kommer att möta en ökad konkurrens i framtiden, annat vore konstigt eftersom vi redan tidigt sett hur det finns ett antal konkurrenter som har etablerat sig på marknaden för att ta del av denna. CybAero har emellertid ett långt försprång och kan därför dra fördel av sitt *first mover advantage*, medan konkurrenterna har en betydligt längre uppförsbacke eftersom dessa inte har en produkt att visa upp.

CybAeros har få konkurrenter som kan erbjuda en lika lätt helikopter

Axier ser ett mindre antal konkurrenter till CybAero varvid det främst är de europeiska företagen vi ser som de allvarligaste hoten.

Schiebel från Österrike är ett företag som även har produkter för minröjning. Bolaget har även utvecklat VTOL produkter sedan 1998 och har ett samarbete med Förenade Arabemiratens försvarsmakt sedan 2002.

Saab Aerosystems i Linköping har utvecklat en egen CTOL UAV kallad Skeldar. Denna liknar CybAeros och har en räckvidd på upp till 100 km och kan maximalt lasta 30 kilo. Skeldar befinner sig på utvecklingsstadiet och säljs ännu inte men Axier ser detta bolag som en allvarlig konkurrent med tanke på dess långa historik inom flygrelaterade produkter, dess storlek och goda nätverk.

I USA finns i dag ett antal företag som en mindre del av marknaden, främst inriktad mot det amerikanska försvaret. Eftersom dessa system är stora, väger upp till 4 ton samt är komplexa ser vi inte dessa som lika allvarliga hot. Ofta rör det sig om ombyggda bemannande helikoptrar som levereras med ensamrätt till det amerikanska försvaret, vilket gör att marknad för dessa är kraftigt kringskuren.

Rekommendation

CybAero har en kort försäljningshistorik och har hittills levererat produkter till tre kunder. Den korta historiken kan därför innebära svårigheter att bedöma bolagets framtida intäkter och intäktspotential.

Bolagets VD, Mikael Hult säger till Axier att det är hans målsättning att CybAeros inom fem år skall vara en marknadsledande leverantör av luftburna sensorsystem och av egenutvecklade autonoma helikopterlösningar. Detta ska ske genom att erbjuda en produktfamilj av plattformar samt olika typer av sensorer. Försäljningsmålet är att CybAero inom fem år ska omsätta 500 MSEK med en vinstmarginal på minst 10 procent. I dag värderas bolaget till dryga 9 Mkr, *pre-money*, vilket gör att det onekligen ser mycket attraktivt ut att teckna sig för aktier i dagsläget.

Industriella företag söker samarbete med CybAero och önskar investera i bolaget.

Axier sticker inte under stol med att detta är ett bolag med hög risk, skulle CybAero till exempel bli försenad med leveranserna av Förenade Arabemiraten innebär detta att bolagets försprång minskar, och att målet om en försäljning om 500 Mkr 2013 skulle kunna försenas. Bolaget arbetar emellertid inte bara med en produkt, utan även Vantage. I och med två olika produktserier minskar risken betydligt även om den fortfarande finns där.

Samtidigt så innebär en lyckad leverans i Förenade Arabemiraten att CybAero ligger långt framme i försäljningsprocessen i övriga Mellanöstern. Landet är en respekterad föregångare i regionen och fungerar som testmarknad för nya produkter. Andra intressanta länder i regionen med stor försäljningspotential är bland annat Oman, Bahrain, Qatar, Jordanien samt Saudiarabien. Eftersom ett indikativt pris på ett komplett system, innefattande två farkoster, kameran sensorer och markstation är ungefär 15 mkr, beroende på prestanda så är det mycket som beror på att dessa leveranser lyckas.

Vi ser emellertid att det inte är bara SaudiArabien som är intresserad av CybAeros produkter. I april genomförde bolaget en demonstrationsflygning från en pakistansk fregatt i Arabiska havet, efter en inbjudan från pakistanska marinen. Demonstrationen resulterade i en inbjudan att lämna offert på ett antal system. CybAero har som ett av två företag blivit godkända tekniskt. Axier upprepar återigen att det finns en marknad för CybAeros produkter. Hade inte intresset varit så pass högt hade inte bolaget ökat offertstocken så pass kraftigt som till över 100 MSEK, nu gäller det bara för bolaget att omvandla intresset till ordrar.

I och med prislappen och det faktum att det är statliga myndigheter som agerar motparter tenderar det vara svårt att kunna prognostisera exakt när dessa ordrar blir av. Att köpa en obemannad helikopter är inget som görs spontant, införsäljningen tar tid. När försäljningen däremot är gjord blir det genast enklare, och då fortsätter faktureringen. Eftermarknaden beräknas uppgå till cirka 20 procent av försäljningssumman – varje år, dessutom med betydligt högre marginaler. 20 procent låter väldigt högt men att eftermarknaden är så stor beror på att många delar i helikoptersystem av säkerhetsskäl måste bytas ut regelbundet.

Vantage som endast väger 173 kg, utgör även detta en möjlighet som i dagsläget är svårare att sja om. Vantage väger endast en tiondel av de konkurrerande systemen från Northrop Grumman och Hummingbird och blir därför betydligt billigare i inköp och drift. Kan CybAero få fart på försäljningen av denna så kommer det att innebära en synnerligen positiv utveckling för bolaget. Axier anser att bolaget i sitt memorandum borde ha tryckt mer på denna produkt och dess potential, vi är av den åsikten att memorandumet inte riktigt framhäver de möjligheterna som finns i denna produkt och hur dessa faktiskt är ännu större än den av CybAero egenutvecklade APDI 55.

Bolaget har emellertid ett erkännande av andra företag och under 2008 har ett flertal internationella industriella aktörer kontaktat CybAero för att sondera möjliga strategiska samarbeten vilket även i en del fall innefattat propåer om att investera i bolaget. Att ett större företag med intressen i samma sektor skulle köpa in sig i bolaget skulle gynna bolagets finansiella ställning eftersom en sådan investering näppeligen låter sig göra över börsen. Det enda sättet för en sådan aktör att ta en position är att göra det genom en riktad emission, vilket alltså förutsätter att bolagets styrelse tar emot en friare med öppna armar.

En sådan industriell part skulle även medföra att bolaget fick lättare att utveckla sin försäljning genom att flera befintliga kanaler finns för att nå potentiella kunder. Den finansiella styrkan som ett sådant upplägg för med sig torde också gynna bolaget.

Vi anser emellertid inte att detta är ett skäl till att investera i bolaget, inte ensamt men det utgör onekligen ett intressant faktum som gör att vi kan se hur vägen till framgång går snabbare än prognostiserat för CybAero.

Vi ser att det finns en hög inneboende risk i denna investering men samtidigt är uppsidan enorm om bolaget lyckas. Efter fulltecknad emission är bolaget värt cirka 20 Mkr, teckningsoptionerna oräknade. Lyckas bolaget med sin prognos betyder det att vi redan inom ett par år kan se ett bolag som lämnar ett resultat om det dubbla, vilket skulle innebära ett p/e tal som skulle hamna på 0,5 (ett halvt) och ett *price/sales* på extremt låga 0,04.

Siffrorna skall emellertid tas försiktigt, det finns inget som säger att dessa prognoser kommer att uppnås, men det finns inte heller belägg för att CybAero inte uppnår och till och med överträffar detta. Skulle försäljningen skjuta fart så innebär det dessutom att intresset från industriella företag kommer att öka, vilket skulle kunna innebära ett uppköp i den bästa av världar.

Sammanfattningsvis kan Axier säga att detta är ett av de svåraste företag vi analyserat, det finns en mängd med osäkra parametrar som kan innebära en mängd olika värden på företagets aktie i framtiden. Att hävda att värdet på aktien är binärt, det vill säga att den framtida kursen är beroende på att CybAero lyckas med en eller ett par enstaka händelser vill vi inte påstå. Vi är av den åsikten att det finns ett stort antal händelser som var för sig motiverar en värdeökning av detta bolag, och tillsammans kan de bidra till att värdet snarare kvadreras än fördubblas. Vi framhåller att vi ser en placering i CybAero som riskfylld med att bolaget har en kort historik av försäljning och vi därmed har svårt att dra slutsatser av hur pass pålitliga de givna prognoserna är. Vi har alltså mycket svårt att bedöma hur pass pålitliga dessa är och om bolaget verkligen klarar av att leverera.

Vår rekommendation blir ändå att teckna, det finns mycket som talar för bolaget. Teckning bör emellertid ske med hänsyn till den enskilde placerarens risknivå och med målet att placeringen skall innehas under en längre period. Så nedtryckt som aktien är nu så räcker det med ett positivt besked för att skicka upp aktien till högre nivåer. Skulle det dessutom innebära ett pressmeddelande med konkret försäljning finns det ytterligare skäl att äga aktien. Vi poängterar återigen att risken är mycket hög

Ansvarsbegränsning

Att investera i aktier är alltid förknippat med risk. Axier.se tar inget ansvar för eventuella förluster till följd av investeringsbeslut som grundar sig på bolagets analyser. Axier.se garanterar inte heller att informationen i analysmaterialet är fullständig eller korrekt.

Disclaimer

Axier.se är en oberoende aktör som ägs av Axier Equities AB. Fokus ligger på teknisk och statistisk analys samt av analys av small- och microcapbolag.

Intressekonflikter

Axier Equities strävar efter att undvika intressekonflikter. Det finns interna regler för hur eventuella intressekonflikter skall hanteras. Syftet med rutinerna är att säkerställa Axier Equities:s ställning som oberoende.

Axier.se erbjuder olika typer av tjänster till sina kunder, bland annat erbjuder Axier Equities:

- annonsering via banners och utskick
- uppdragsanalyser, som är en tjänst varvid kunden betalar för en oberoende aktieanalys som sprids via Axier.se
- prenumerationer av teknisk, statistisk och fundamental analys
- RåvaruJournalen

Axier Equities:s analytiker eller frilansande analytiker kan inneha värdepapper i bolag som analyseras på Axier.se. I förekommande fall anges det i samband med publicering av initial analys.

Axier Equities lämnar Inte investeringsråd

Analys och annat material på Axier.se tillhandahålls endast som allmän information och skall under inga förhållanden användas eller betraktas som någon uppmaning, rekommendation eller något råd, att köpa eller sälja aktier. Axier Equities tar inte hänsyn till kundens särskilda ekonomiska situation, syfte med investeringar eller andra kundspecifika behov.

Placerare bör söka finansiell rådgivning i det enskilda fallet avseende lämpligheten av tilltänkta aktieinvesteringar som Axier Equities analyserar. Kunden bör därför endast beakta Axier Equities och Axier.se som en av flera källor för sitt investeringsbeslut.

Källor

Analyserna är baserade på källor som betraktas som tillförlitliga. Trots att Axier Equities försöker säkerställa att innehållet i analyserna skall vara korrekt och inte missvisande garanterar inte Axier att uppgifterna är tillförlitliga eller fullständiga. Vidare måste läsare vara införstådd med att de framtidsutsikter som Axier Equities prognostiserar i analyser inte alltid kommer att infrias.

Axier Equities friskriver sig från och svarar inte i något fall, oavsett vårdslöshet, gentemot läsare av analyserna eller tredje man, för förlust, vare sig direkt eller indirekt, som uppkommer på grund av innehållet i analys publicerad på Axier.se.

Material publicerat på/av Axier.se är skyddat av upphovsrätt och får inte utan tillstånd kopieras, återanvändas, distribueras eller publiceras.