

Avtech

1. What is the business model?

Avtech is a SaaS company, providing digital aircraft solutions to airline clients such as Southwest Airlines, EasyJet, Norwegian, TUI, etc. Avtech services ca 1600 aircrafts, with a global fleet (TAM, Total Adressable Market) of ca 26.000 aircrafts.

Their software solution provides a 10 kilometer radius real-time data forecast, on for example thunderstorms, windgusts, potential turbulence etc. This helps the pilots make informed flying decisions, helps the airline carrier save on maintenance costs later, as well as save on environmental costs by having efficient fuel usage. Furthermore, there's the improved safety aspect as well.

Q: Vad innebär pipelinen på 1400 flyg?

A: Pipelinen på 1400+ flyg innebär att man har kunder som har skrivit upp sig på en tremånaders testperiod, vars totala vederbörande flotta (flygen som är berörda) uppgår till ca 1400 flyg. Efter tremånaderperioden har kunden upp till ett halvår för att återkomma och teckna avtal.

Q: Vad är pipelinen värd?

A: Pipelinen beräknas enligt Redeye's estimat vara värd mellan 27-45 MSEK. Tar man 35 miljoner och delar på antalet flyg i pipen, 1400, så får man ett värde på 25kSEK per flyg. Det ligger väl i linje med årskostnaden för tjänsterna – 20kSEK för Aventus och 33kSEK för ClearPath.

Q: Hur tjänar man pengar? Är det kontraktsbaserat, eller transaktionsbaserat?

A: Avtech tecknar kontrakt med klienter där löptid för kontraktet samt antal flyg som ska ha tjänsten ingår. Man har fyra olika SaaS-lösningar som man säljer, varav Aventus traditionellt har varit flaggskeppsprodukten och står än idag för majoriteten av försäljningarna. Aventus kostar ca 20kSEK/flyg/år. ClearPath är Avtech's nyaste produkt och kostar ca 33kSEK/flyg/år. ProFlight är ett visuellt gränssnitt som kombinerar Avtechs olika produkter och kostar runt 1500kr/flyg/år. Upplägget på prenumerationen kan variera, exempelvis erbjuds ProFlight som månadsprenumeration, men det kontrakteras fortfarande hur lång tid avtalet gäller.

Q: Vad vinner flygbolagen på Avtechs tjänster?

A: För flygbolagen så handlar det huvudsakligen om att kostnadsbespara. Givetvis bränslebesparingar, men även framtida kostnadsbesparingar som minskad service på planen. Flygbolag har generellt sett låga marginaler och gör gärna allt de kan för att spara

pengar här. Till exempel så har Southwest Airlines, som är Avtechs största kund, en ökad aggressiv hedging.

Detta är huvudsakliga USP:en för Avtech, men vi har på senare tid sett att flygindustrin har omskakats (no pun intended) av extremt turbulenta flygningar, där passagerare dessutom har filmat och lagt upp på sociala medier. Detta fick faktiskt Norwegian att lägga till turbulensmodulen i deras befintliga ClearPath lösning.

Q: Hur ser marknaden ut?

A: Börjar vi med att kolla på TAM, eller total adressable market, så är det den globala flottan av flygplan som är 26.000+ flygplan. Och man jobbar minst sagt globalt, med den absoluta majoriteten av kunderna utanför Sverige, där SAS är undantaget. I dagsläget har man en marknadspenetration på 5,4% eller 1600 plan som kontrakterat någon av Avtechs produkter. Denna Kunderna är i dagsläget SWA, SAS, Norwegian, EasyJet, TUI, Air Caraïbes, Volotea, Volaris, PLAY, Wizz Air UK, French Bee, Royal Air Maroc.

Q: Hur ser Avtechs konkurrens ut?

A: Det är en nischad marknad med få spelare, där ingen spelare är exakt den andra lik, men ens största konkurrenter är generellt sett mycket stora upphandlingsföretag, s.k. "defence contractors", ofta med militära inslag. Exempelvis Northrop Grumman, Raytheon, Lockheed, osv. Thales är ett franskt försvarsindustriellt företag som specialiserar sig på informationssystem för flyg och försvar. Börsvärdet är ca 300 miljarder SEK – alltså tusen gånger större än Avtech. Thales gör bl.a. elektriska system och väldigt mycket annat, men man har en ATM som heter TopSky. Detta var den närmsta konkurrenten jag kunde hitta vad gäller produkt, då det är den enda som uttalat fokuserar en digital ATM lösning för bränslebesparing.

Thales har ett väldigt likt P/E på 27 och EV/EBIT på 25.

Sedan har du Honeywell som är en ledare inom globala ATM lösningar med PE 25.

Även L3HARRIS har ATM-lösningar och är en stor spelare.

Indra Air Solutions.

Q: Vad har Avtech på gång inför framtiden just nu?

A: Man har nyligen lanserat en Dashboard som ska kunna tydliggöra och verifiera kostnadsbesparingarna lättare för kunden, så att mellansteget där de behöver kontakta Avtech och involvera tekniska avdelningar skärs bort. Det hade inneburit en ökad kundnöjdhet, snabbare och effektivare upplevelse för kunden och mindre kostnad för Avtech.

Man har även budgeterat upp till 2MSEK under 2024 öronmärkta för att kartlägga expansion av produktportföljen till närliggande områden med tydliga synergier.

Exempelvis till markpersonal och trafikflygledningen i flygtornen, där det handlar om att optimera trafikflödet till flygplatsen, något som också kan höja besparingen dramatiskt.

Recurring? Seasonal?

Geography: Where does the company operate, and where do they have their customers?

Stakeholder characteristics: (who is involved in the money flow, and how can they affect the business?)

KPI's: choose which KPI's are most important

2. Key Drivers

+ I believe the market is unsaturated and ripe for disruption and change. Aircrafts have historically had analog user interfaces, and the state of software progression has moved more rapidly over the last few years than the UI/UX navigation design on aircrafts. This leads me to conclude that there is currently a huge market of the total fleet (26.000+ global aircraft fleet) which has outdated user interfaces, where huge improvements can be made.

+ The product in and of itself is a great idea. While pilots have often expressed that they prefer actual buttons for operational tasks (which makes sense because their training is 99% physical buttons), I believe a digital interface mapping out thunderstorms, windgusts, etc. Is a great idea, especially during cruise. During cruise, the pilots are not busy pressing buttons. Most of cruise is spent checking nominal values and that everything looks alright. Having a high-res map where you can layer what is of interest, avoid turbulent weather, which the pilots easily can view and adjust flight path for example, is something that is actually needed.

+ Pricing power. As of the latest quarter Q2, Avtech added Royal Air Maroc to the company webpage (ca44 est. Aircraft). Going by mid-point sales, which are in the ranges of SEK1-1.5m, this implies they had a revenue of ca SEK25k per aircraft. I believe this shows that there is room for incremental price increases going forward (increasing ARR), and I believe that a happy airline customer that has pilots trained in using this software is not going to run away because of a 4% price increase.

+ Great NWC management. The NWC/LTM Sales is around 3-4% consistently, which means the capital that is required to be tied up to finance operations is low. This is a good thing as cash is freed up for scalability and growth.

+ Product catalog: Avtech currently has four products, but most of their customers only use 1. If they can convert the other products they offer on their existing customer base, it would have the same effect as acquiring new customers.

- Pipeline risks: Avtech has ca 1400 airlines in the pipeline, and a total fleet of 1600 aircrafts. Southwest Airlines owns ca 800 of the aircraft fleet (and thus represents ca 50% of Avtech's sales(!)), but their contract with Avtech expires in Jun 2026. Therefore, there's a risk of a big potential sales decrease connected to this. Redeye estimates the pipeline to be worth ca 30-40M SEK, and much of it would fall to the bottom line (low marginal COGS with every new sale).

3. Värdering

Q: Vad är börsvärdet på Avtech?

A: Börsvärdet är 300m SEK.

Q: Vad handlas Avtech till för multiplar?

A: Avtech handlas till PE 25 idag, och har historiskt sett senaste åren haft ett negativt P/E tal, förutom 2019 då man gjorde en liten liten vinst på en halv miljon och därmed fick en skyhögt P/E värdering.

EV/EBIT konvergerar med P/E då man inte har någon långsiktig skuld ö.h.t. och mycket små kortfristiga skulder.

Man gav för första gången ut en utdelning till aktieägarna i år, där man delade ut 62% av vinsten. Aktien har en DA på 1.9%.

Q: Hur ser Avtechs balansräkning BR ut?

A: Man har tillgångar om ca 43MSEK, och kortfristiga skulder som leverantörsskulder och upplupna kostnader om ca 3,2MSEK. Kassan utgör ungefär mer än hälften av tillgångarna.

- Net Debt / EBITDA
- Market Cap
- Annualized Recurring Revenue (ARR)
- Revenue
- EBITDA
- Growth
- Forward EBITDA multiple
- Gross margins of business units

4. Risks

1. Main risk is client Southwest Airlines, compromising ca 50% of revenue. The contract expires Jun 2026 (no to be renewed), indicative of huge revenue uncertainty. Furthermore, late customer payments and dividends have contributed to a negative FCF in Q2 24'.
2. En annan uppenbar risk som man har är valutarisken. Majoriteten av kostnaderna är i SEK, där Avtech har sin verksamhet. Däremot är majoriteten av intäkterna i USD eller EUR, då kundskaran är global och huvudsakligen utanför Sverige.
3. Du har även branchen som är en konjunkturkänslig sådan, och makroekonomiska motvindar kan slå hårt. Det såg vi inte minst under Corona-pandemin som påverkade Avtech negativt. Däremot har man observerat ett uppdämt flygbehov som överstiger siffrorna pre-corona, folk vill flyga väldigt mycket och har längtat efter att få göra det helt enkelt.
4. En annan risk jag ser är att man inte agerar på prisbilden. Ta Tesla t.ex., dem har också ett standard produktutbud i dagsläget på 4 produkter om man bortser från CyberTruck. Man har S3XY; modell S, Model 3, Model X och Model Y. S är sedan-versionen för premium prestanda och flaggskeppsmodellen, 3 är för den mer kostnadsmedvetna, X är för barnfamiljen, Y är för familjen som behöver lite mer bagageutrymme. Priset är inom ett visst spann, kanske 30-80k USD. Men Avtech prissätter ProFlight nästan 30 gånger billigare på årsbasis än ClearPath. Samtidigt marknadsför man det lika tungt och bra som resterande produkter, utan att förklara någon egentlig anledning till prisdiffen. Jag säger inte att detta är fel, men jag anser personligen att det finns utrymme att på lång sikt öka priset, samtidigt som man kanske minskar priset något på ClearPath eller Aventus. Jag tycker att man kan

åstadkomma en tydligare prisbild som är mer enhetlig och i linje med det man marknadsför utåt.

5. What is the market mispricing?

1. Jag anser att marknaden inte beaktar **pricing power** som Avtech besitter och kommer att agera på i framtiden. David Rytter, som är VD, påstår att ClearPath kan bespara upp till 2.5% i bränslekostnader. Jag tycker detta är lite väl haussigt eftersom jag har sett lite andra siffror efter att ha gjort research. Pondera att vi räknar mer konservativt och antar 1 procent kostnadsbesparing. Bränslekostnader representerar i snitt 44% av ett flygbolags opex. SAS har exempelvis 2,2 miljarder i bränslekostnader och en flotta på 193 flygplan. Det blir 114 miljoner i bränslekostnader per flygplan. Tar vi 1% av det så blir det ungefär 1 miljon i potentiella kostnadsbesparingar per flyg per år. ClearPath kostade 33kSEK/flyg/år. Alltså, en ROI på 30x investeringen eller annorlunda sagt 97% uppsida på investeringen för flygbolaget. Det är alltså uppenbart att det finns leeway för Avtech att inkrementellt höja sina priser.
2. I början av året i år så välkomnade man in SAS i sin kundskara, då man tecknade ett avtal där ClearPath tjänsten ingår. Avtalet har startdatum januari 2024 och löper ut januari 2026 och gäller ca 90 flygplan. Avtalet beräknas vara värt ca 5-6.5 MSEK. I tisdags i veckan släpptes nyheten att BRA kommer att sluta flyga från Bromma Airport och man ingår ett avtal med SAS värt 6 miljarder. Exempelvis kan det betyda att planet, besättningen och piloterna som styr flygningen alla tillhör BRA, men flygningen marknadsförs och säljs under SAS. Sedan kör man en revenue-share där **BRA och SAS** delar på försäljningen.

Anledningen till att detta är intressant för Avtech är att avtalet innebär att BRA's flotta integreras med SAS, och att företaget blir en underleverantör till SAS. Därmed blir det en potentiell ökning av pipeline, då man som sagt redan har SAS som en nuvarande avtalskund sedan årskiftet och gärna fördjupar samarbetet genom att utöka flottan hos SAS som skaffar ClearPath. I dagsläget innebär det kanske inte särskilt mycket för Avtech, men är man proaktiv och agerar på denna nyhet så är min tro att man kommer att kunna fortsätta expandera på legacy eller premium flygbolagen, vilket är ett marknadssegment som man inte riktigt har penetrerat än. Historiskt och än idag har lågkostnadsbolag varit en stor andel av kunderna trots en diversifierad pipeline. Volotea, French bee, Norwegian, Wizz Air UK, osv. är alla lågprisbolag. Nyheten är sammanfattningsvis positiv för Avtech enligt mig då det kan spela direkt i Avtechs händer, och något jag inte tror har prisats in av marknaden.

3. Jag vill gå in på **humankapitalet** när det kommer till marknadsprissättningen. Här ligger en av de största mispricing med marknaden enligt mig. Avtech håller sig leant med en headcount på 11 heltidsanställda, en ökning från 9 föregående år.

Man har så sent som i September i år, alltså för någon vecka sedan, anställt Aaron Dettmann inom R&D, som i min mening har en väldigt kompetent profil och bred erfarenhet, tidigare på Airbus, master på KTHi aerospace engineering. Kodutvecklare inom strukturell mekanik.

Bahram som är teknisk produktchef har tidigare varit ansvarig på Ericsson för 4 och 5g utrullningen som produktchef, Arman som är kodutvecklare, även han KTH master och ordentlig erfarenhet i bältet innan anställning. Den röda tråden i detta är att personerna som driver utvecklingen av tjänsterna har klättrat upp i arbetslivet och besitter en väldigt konkurrenskraftig kompetens. Det är rätt hard-core. Detta är en investeringsfilosofi som Avtech anammar och som jag tror kommer att ge utdelning längre fram.

4. **Kontinuerliga återinvesteringar.** Jag har läst dem senaste reviderade årsredovisningarna, och nästan i varje fall så beslutar stämman att överföra årets resultat till nästa period. Detta innebär att styrelsen inte rycker efter snabba cash. I senaste delårsrapporten, Q2 2024, kommunicerar VD David Rytter vidare att målsättningen för 2024 är att öka omsättningen markant samt att återinvestera intäkterna för vidareutveckling av Avtechs produkterbjudande. Återigen så tror jag att detta är talande för fortsatt tillväxt att förvänta sig.
5. **Projicering över kundstocken / churn rate.** Avtech har senaste 10 åren minskat sin kundstock YoY en gång. Det var under 2021-2022 under pandemin då hela flygbranchen tog en stor hit. Annars har man vuxit kundstocken varje år. I dagsläget så är flertalet kontrakt säkrade fram till 2025-2026, vilket ger en fin baseline intäkt.