

Till ledningen för:

Gartner
Developpement
SASU

10 Avenue Vauban
83000 Toulon

Till ledningen för Gartner Developpement SASU

Gartner Developpement SASU ("Gartner" eller "Bolaget") har efterfrågat ett utlåtande ("Utlåtandet") om en oberoende värdering av Gartner.

Utlåtandet om värdering har baserats på publikt tillgänglig information om primärt Gartner samt information från Bolaget själva, vilket inkluderar framtida utlåtanden från insynspersoner. Värderingsutlåtandet har baserats på antagande att materialet är korrekt och trovärdigt. I samband med Utlåtandet har ingen oberoende utredning av materialet genomförts, inte heller någon garanti för trovärdighet. Värderingsutlåtandet av Gartner har genomförts på objektiva kriterier i den utsträckning som är möjligt, baserat på allmänt accepterade och erkända värderingsmetoder som anses nödvändiga och tillämpbara. Värderingen är i huvudsak baserad på kommersiella, ekonomiska och andra tillgängliga villkor som kan valideras per värderingsdatumet.

Med förbehåll för ovanstående och andra omständigheter som har bedömts vara relevanta, ges en uppfattning från och med dagen för detta Utlåtande, att en tänkbar värderingsnivå för Gartner om 44,4-55,9 MEUR är rimligt.

För fullständig härledning av gjord värdering, vänligen se Appendix i detta dokument.

- Om Gartner
- Gartners marknadsstrategi
- Finansiella prognoser
- Värdering

För att leverera Utlåtandet kommer en fast avgift erhållas. Avgiften är oberoende av Utlåtandet. Från och med dagen för detta Utlåtande finns inga andra pågående uppgifter för Gartner. Däremot, som en aktör utgivande av värderingsutlåtanden och därmed verksamma i den finansiella marknaden, kan ytterligare uppdrag i framtiden erhållas på uppdrag av Gartner, men inga uppdrag eller åtaganden ska anses påverka bedömningarna i detta uttalande. Utlåtandet är daterat den 3 maj 2024 och värderingsdatumet är den 3 maj 2024. Händelser eller information som inträffar efter angivet datum har inte varit föremål för behandling i detta Utlåtande.

Utvärderingar av denna typ kommer alltid att innehålla ett element av osäkerhet, och även om rimlig omsorg och ansträngningar har utförts tas inte något juridiskt eller ekonomiskt ansvar relaterat till Utlåtandet eller för några konsekvenser som följer av att agera eller förlita sig på Utlåtandet. Detta Utlåtande representerar inte en rekommendation till Gartner och dess ledning, styrelse eller aktieägare.

AG Equity Research AB

Stockholm, 3 Maj, 2024

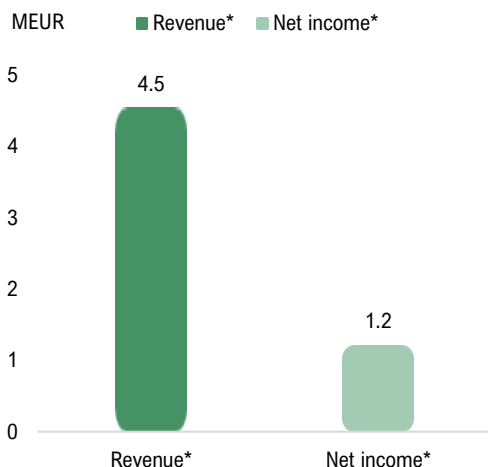
Om Gartner

Gartner är ett holdingbolag med operativa företag verksamma inom marin och yachtdesign inom premiumsegmentet, ingenjörskonst, renovering, reparation och underhåll. Bolaget grundades år 2022 av VD Clement Gartner och är baserade i Toulon, Frankrike. Gartner består av fem dotterbolag som tillhandahåller olika marina renoverings-, reparation- och underhållstjänster för marin- och lyxyachtmarknaderna där Bolaget tar ut avgifter för service, projektledning och andra tjänster. På grund av intern teknisk expertis kan Gartner snabbt och effektivt lösa eventuella problem för kunder inom underhållsprogram för marin- och superyachter samt reparationstjänster. Sedan Bolagets etablering har Gartner följt en förvärvsinriktad affärsstrategi och stadigt utökat utbudet genom operativa företag. Genom denna tillväxtstrategi har Gartner snabbt breddat tjänsteutbudet, utnyttjat nya marknadsutsikter, förbättrat marknadspositionen och utökat Bolagets professionella tekniska arbetskraft.

Det mest närstående potentiella förvärvet, Italia Super Yacht ("ISY") är en italiensk skeppsbyggare med över 40 års erfarenhet inom industrin och över 400 skräddargjorda yachts levererade. Förvärvet kommer tillåta Gartner att träda in på den specialtillverkade yachtillverknings- och renoveringsmarknaden genom att utnyttja både det välkända och högt ansedda yacht varumärket samt den fullständiga portföljen av yachtdesign och serviceföretag. ISY driver två produktionsanläggningar med interna resurser för teknik, ingenjörskonst, marinarkitektur och design. Företaget har för närvarande två pågående projekt avseende 40-metersyachts.

Gartners finansiella prestation under år 2022 samt nuvarande portfölj efter det potentiella förvärvet av ISY.

Det nedanstående diagrammet och figuren visar Gartners omsättning och nettoresultat för år 2022 exkluderande ISY och Bolagets portfölj efter förvärvet av ISY



*Exklusive Italia Super Yacht

**Förvärvat år 2024

GARTNER'S PORTFOLIO

HULL DEFENSE

MC AZUR

MY RENTAL

NAVAL SCAF

SAFEATOM

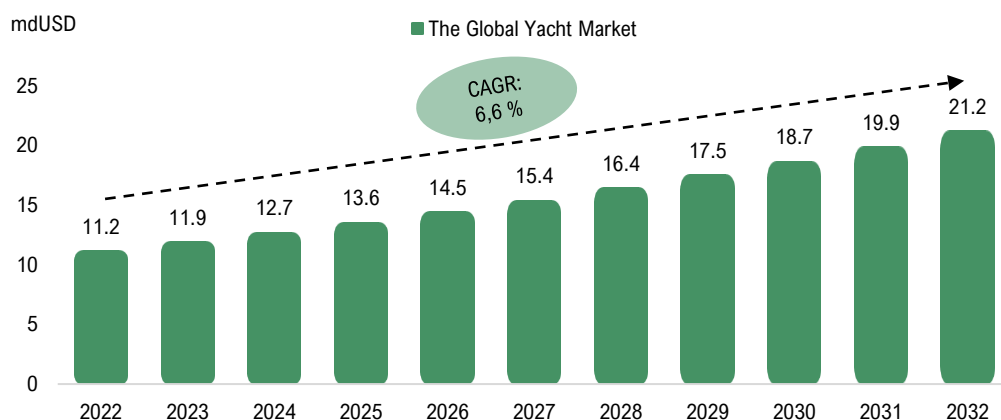
ITALIA SUPER YACHT**

Gartners möjligheter och strategi

Den globala marknaden för lyxyachter var år 2022 värd 11,2 mdUSD och förväntas växa med 6,6 % årligen fram till år 2032, vilket motsvarar ett värde om 21,2 mdUSD vid slutet av prognosperioden enligt Emergen Research. Viktiga faktorer för den förväntade tillväxten kommer att vara det ökande intresset för hållbara yachter, framväxande turism och tillverkarens ökande fokus på att bygga teknikintegrerade yachter. Dessutom förväntas antalet Ultra-High Net-Worth Individuals (UHNWI) med en förmögenhet på mer än 50 MUSD, öka och nådde 264 200 individer år 2021 enligt Credit Suisse, vilket motsvarar en tillväxt om 21 % jämfört med 2020.

Den globala yachtmarknaden förväntas växa med en CAGR om 6,6 % årligen till år 2032.

I nedan diagram visas det förväntade värdet och tillväxten av den globala yachtmarknaden.



Källa: Emergen Research

Gartner är verksamma på den europeiska yachtmarknaden genom förvärvet av ISY, vilken representerade 74 % av försäljningen på den globala marknaden under Q1-23, där italienskybyggda yachter stod för 42 % av den totala försäljningen. Den europeiska Super Yacht-marknaden är både B2B och B2C, förutom företag som köper lyxyachter för kommersiella ändamål, är HNWI (high net worth individuals) och UHNWI (ultra-high net worth individuals) direkta kunder, där ISY adresserar båda grupperna. Gartners marknadsstrategi är att föra in den kvalitetsbaserade, kundcentrerade modellen som används av välrenommerade megayacht-byggare till den mellanstora yachtmarknaden. Gartner har en marknadsstrategi för att skapa kundnöjdhet genom följande punkter:

- **Värde:** Processinnovation och kontroller utformade för ökad kostnadsmedvetenhet samtidigt som Bolaget levererar en högkvalitativ produkt som är konkurrenskraftig.
- **Ingenjörskonst:** Ambition att minska de årliga kostnaderna, tiden för underhåll och reparationer för att hålla yachtägare och besättning nöjda.
- **Kundservice och support:** Skapa en exceptionell och mycket personlig köpresa från design till eftermarknadsstöd.
- **Marknadsföring:** En flerkanalmarknadsföringsstrategi för att nå nya marknader och visa de viktigaste konkurrensfördelarna.

För tillväxt har Gartner dessutom en "köp och bygg"-strategi som fokuserar på att förvärva företag som erbjuder strategiska fördelar såsom diversifiering av produkter och tjänster, tillgång till nya marknader och kunder samt specialiserad expertis. Ett exempel på en ny marknad och kundgrupp som anses vara relevant framöver är den yngre demografin med ökande köpkraft, Generation Z, då gruppen enligt Bloomberg, har 360 miljarder USD i disponibel inkomst att spendera. "Bygg"-aspekten av strategin innebär framgångsrik integration av portföljförvärv för att driva accelererad organisk tillväxt och skapa skalfördelar.

Finansiell prognos

Analyst Group har mottagit följande material:

- "Gartner Company Profile"
- "Gartner 2024-2029 Financial Projections"

Följande sektion är baserad på material tillhandahållet direkt från Gartner och är således Bolagets egna estimat över vad de anser är ett rimligt scenario avseende intäkter och resultat för Gartner.

Gällande ISY planerar Bolaget att leverera en första superyacht (40 meter) år 2024, vilket motsvarar en intäkt om ca 14 MEUR. Därefter förväntas ISY leverera fem superyachter om 24 meter och ytterligare en 40-meters superyacht år 2025 samt år 2026, vilket förväntas bidra till en kraftig omsättningsökning under de kommande åren. Därtill förväntas de övriga dotterbolagen inom olika renoveringar, reparationer och underhållstjänster inom marin och lyxyachter löpa på och bidra med en god tillväxt under prognosperioden. Sammantaget förväntas Gartner växa omsättningen från 15 MEUR år 2024/2025 till 129 MEUR år 2028/2029, motsvarande en CAGR om 71 %. När försäljningen av superyachts accelererar förväntas detta också öka de återkommande intäkterna genom service och underhåll. För de beräknade sålda superyachterna under prognosperioden förutspås en total intäkt om 2,5 MEUR från renovering, reparation och underhållstjänster.

Den snabba intäktsökningen förväntas också förbättra Gartners lönsamhet genom skalfördelar och en bibehållen låg kostnadsbas vid en uppskalning. EBITDA-resultatet för Gartner förväntas uppgå till 7,3 MEUR år 2024/2025, vilket motsvarar en marginal om 49 %. Under prognosperioden förväntas Gartner uppvisa en stark lönsamhet genom stordriftsfördelar och nå ett EBITDA-resultat om 43,3 MEUR år 2028/2029, vilket motsvarar en marginal om 33 %. På gruppnivå förväntas förvärvet av ISY skapa kostnadsbesparingar för Gartner genom att kombinera ISY:s varv med Gartners portfölj av tekniska tjänster för båtbyggnad, renovering och underhåll av yachter. Därutöver förväntas förvärvet av ISY skapa synergier gällande drifts-effektivitet genom att minska beroendet av tredjepartsentreprenörer för nybyggnation av yachter, vilket förväntas skapa effektivitet genom att kontrollera kostnader och därigenom driva förbättrad lönsamhet.

*1:a maj – 30:e april

Gartner förväntas växa starkt under god lönsamhet drivet av försäljning av flera superyachts.

Finansiell prognos, Gartner

Resultaträkning (MEUR)	2024/2025E*	2025/2026E*	2026/2027E*	2027/2028E*	2028/2029E*
Nettoomsättning	15,0	35,4	84,4	118,0	129,4
Totala intäkter	15,0	35,4	84,4	118,0	129,4
Bruttokostnader	-6,7	-21,4	-54,4	-77,2	-84,4
Bruttoresultat	8,3	14,0	29,9	40,8	44,9
Bruttomarginal	55%	40%	35%	35%	35%
Externa kostnader	-0,6	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7
Personalkostnader	-0,5	-0,5	-0,6	-0,7	-0,9
EBITDA	7,3	12,9	28,7	39,3	43,3
EBITDA-marginal	49%	36%	34%	33%	33%
Avskrivningar	-0,3	-0,9	-1,0	-1,1	-1,2
EBIT	7,0	12,0	27,7	38,2	42,1
EBIT-marginal	47%	34%	33%	32%	33%
Räntekostnader	-0,3	-0,2	-0,1	0,0	0,0
EBT	6,7	11,8	27,6	38,2	42,1
Skatt	-1,9	-7,8	-6,9	-9,6	-10,5
Nettoresultat	4,8	4,0	20,7	28,7	31,6
Nettomarginal	32%	11%	25%	24%	24%

Källa: Prognos tillhandahållen av Gartner

Finansiell prognos

I materialet "Gartner 2024-2029 Financial Projections" återfinns även prognoser för balansräkningen. Gartner avser finansiera den förväntade tillväxten genom dels emittering av aktier, dels konvertibla lån. Under år 2024 förväntas Gartner tillföras ca 8 MEUR genom emittering av aktier samt ca 5 MEUR i lånefinansiering för att finansiera köpet av de två yachtskroven på ISY-varvet, kostnaden för att färdigställa dessa samt rörelsekapital. Vidare förväntas Gartner ta in ytterligare 10 MEUR vid en potentiell IPO år 2025 för att finansiera ytterligare tillväxtinitiativ.

Gartner förväntas finansiera framtida tillväxt dels genom emittering av aktier, dels genom lån.

Finansiell prognos balansräkning, Gartner

Balansräkning (MEUR)	2024/2025E	2025/2026E	2026/2027E	2027/2028E	2028/2029E
Tillgångar					
Materialia anläggningstillgångar					
Investeringar	3,9	4,5	5,7	6,9	8,1
PP&E	5,3	13,1	13,7	14,1	14,4
Summa materiella anläggningstillgångar	9,2	17,7	19,4	21,0	22,5
Omsättningstillgångar					
Lager	2,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Kassa och bank	8,3	14,8	31,8	58,6	88,6
Summa omsättningstillgångar	11,1	14,8	31,8	58,6	88,6
Summa tillgångar	20,3	32,5	51,2	79,5	111,1
Eget kapital och skulder					
Eget kapital					
Övrigt tillskjutet kapital	11,3	21,3	21,3	21,3	21,3
Balanserad vinst	4,8	8,8	29,5	58,2	89,8
Summa eget kapital	16,1	30,2	50,9	79,5	111,1
Långfristiga skulder					
Långfristiga lån	4,2	2,3	0,3	0,0	0,0
Summa långfristiga skulder	4,2	2,3	0,3	0,0	0,0
Kortfristiga skulder					
Kortfristiga lån	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa kortfristiga skulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa skulder	4,2	2,3	0,3	0,0	0,0
Summa eget kapital och skulder	20,3	32,5	51,2	79,5	111,1

Källa: Prognos tillhandahållen av Gartner

Värdering

För att producera detta Utlåtande har extern marknads- och företagsinformation samlats in för att erhålla en peer-grupp av jämförelseföretag som verkar inom samma bransch som Gartner, dvs. Bolag med exponering mot yacht-/sjöfartsindustrin. Jämförelsegruppen som presenteras i nedan tabell består av publikt noterade företag inom yacht- och sjöfartsindustrin i Europa och USA vilka har likheter med Gartner vad gäller marknadsperspektiv, affärsmodell, tillväxtutsikter och lönsamhet.

Nyckeltal (MEUR)	Omsättning	EBITDA-tillväxt		EBITDA-marginal			
		2025E	CAGR (2023-2025E)	2024E	2025E	2026E	
Bolag	Market Cap						
San Lorenzo SpA	1 455	993	11,2%	n.a.	18,2%	19,7%	n.a.
Ferretti SpA	958	1 373	13,2%	11,9%	15,1%	15,8%	16,3%
Brunswick Corp.	5 056	5 850	-3,0%	7,7%	16,1%	16,9%	17,3%
Nimbus Group AB	44	170	4,0%	n.a.	8,4%	9,6%	n.a.
Beneteau SA	1 032	1 607	-7,5%	n.a.	12,6%	14,0%	n.a.
Malibu Boats Inc.	596	889	-26,5%	31,4%	12,1%	15,8%	17,9%
HanseYachts AG	51	204	24,1%	n.a.	10,4%	10,5%	n.a.
Fountaine Pajot SA	213	345	18,0%	-2,6%	17,3%	18,3%	18,4%
<i>Gartner</i>	<i>n.a.</i>	<i>35</i>	<i>n.a.</i>	<i>98,1%</i>	<i>48,6%</i>	<i>36,5%</i>	<i>34,0%</i>
Högsta	5 056	5 850	24,1%	31,4%	48,6%	19,7%	18,4%
75e percentilen	1 137	1 432	14,4%	16,7%	16,4%	17,2%	18,1%
Medelvärde	1 176	1 429	4,2%	12,1%	13,8%	15,1%	17,5%
Median	777	941	7,6%	9,8%	13,8%	15,8%	17,6%
25e percentilen	173	310	-4,1%	5,2%	11,7%	13,1%	17,0%
Lägsta	44	170	-26,5%	-2,6%	8,4%	9,6%	16,3%

Eftersom både Gartner och jämförelsegruppen förväntas vara lönsamma med sunda marginaler under prognosperioden kommer värderingen att härledas från en EV/EBITDA-multipel applicerad på det estimerade EBITDA-resultatet år 2026/2027. Jämförelsegruppen består i förhållande till Gartner av större bolag sett till de förväntade intäkterna för år 2025, där medianen för peer-gruppen uppgår till 941 MEUR jämfört med 35 MEUR för Gartner. Detta motiverar en värderingsrabatt för Gartner då jämförelsegruppen är företag i en mer mogen fas av verksamheten med beprövade affärsmodeller. Beträffande marginaler förväntas Gartner redovisa en högre marginal än jämförelsegruppen om 48,6 % jämfört med medianen om 13,8 % år 2024. Dock förväntas Gartners marginal försvagas under prognosperioden och uppgå till 34 % år 2026, vilket dock fortsatt är högre än peer-gruppens median om 17,6 %. Sett till den årliga EBITDA-tillväxten så förväntas Gartner växa med en CAGR om cirka 98 % under åren 2024–2026, främst drivet av en stark omsättningstillväxt. Detta förväntas vara en betydligt högre tillväxt än Peer-gruppens median om 9,8 %, vilket antyder en värderingspremie för Gartner.

Värdering	EV/S			EV/EBITDA		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
San Lorenzo SpA	1,4	1,3	n.a.	7,8	6,7	n.a.
Ferretti SpA	0,5	0,5	0,5	3,5	3,1	2,8
Brunswick Corp.	1,3	1,2	1,2	8,0	7,2	6,9
Nimbus Group AB	0,5	0,5	n.a.	6,1	5,0	n.a.
Beneteau SA	0,9	0,7	n.a.	7,0	5,3	n.a.
Malibu Boats Inc.	0,7	0,7	0,6	5,9	4,2	3,4
HanseYachts AG	0,5	0,5	n.a.	4,7	4,5	n.a.
Fountaine Pajot SA	0,3	0,3	0,3	1,6	1,5	1,7
Medelvärde	0,8	0,7	0,6	5,6	4,7	3,7
Median	0,6	0,6	0,5	6,0	4,8	3,1





Värdering

Baserat på resonemanget ovan anser Analyst Group att en EV/EBITDA-multipel om 2,7x, tillämpad på EBITDA-resultatet för år 2026/2027 är rimligt, och därmed en värderingsrabatt om 13 % jämfört med peergruppen som värderas till en EV/EBITDA-multipel om 3,1x för 2026 års estimerade EBITDA. Vanligtvis, vid värdering av företag i en tidig fas eller i början av sin kommersialisering, tillämpas en så kallad Venture Capital (VC)-metodologi ("Venture Capital Method"). I huvudsak är metoden baserad på en strategi där bolaget inom en tidsram på 3–5 år från investeringsmöjligheten ska göra en exit, d.v.s. en realisering av den initiala investeringen. Metoden antar således ett visst slutår, under vilket ett finansiellt värde, t.ex. intäkter eller rörelsevinst, är grunden för att härleda en värdering baserad på en tillämpad värderingsmultiplikator, t.ex. P/S eller EV/EBITDA. Därav härleds ett potentiellt värde av investeringen för utgångsåret. Baserat på den valda tidshorisonten behöver det realiserbara värdet av investeringen beräknas med hjälp av en diskonteringsränta som återspeglar avkastningskravet, vilket kan ses som en intern avkastning för investeraren.

Beroende på den tillämpade diskonteringsräntan, vilken återspeglar tidsrisken som finns i händelser som ligger flera år bort och ännu inte har inträffat, resulterar detta i olika värderingsnivåer idag, dvs. nuvärde. Därutöver, med tanke på att jämförelsegruppen är noterade på internationella aktiebörser, jämfört med Gartner som är ett onoterat bolag, förtjänar Gartner en likviditetsrabatt. Detta är till följd av den kompensation som krävs av investerare för att investera i en illikvid tillgång på grund av den potentiella oförmågan att enkelt avyttra positionen, vilket motiverar en värderingsrabatt för Gartner, något som också återspeglas i diskonteringsräntan. För att kompensera för osäkerheterna i prognoserna, med tanke på att Gartner ännu inte har skalat upp försäljningen i ISY, är det troligt att investerare kommer att kräva ett högre avkastningskrav. Enligt en sammanställning från PwC, kan olika nivåer av avkastningskrav tillämpas beroende på vilken fas ett företag befinner sig i enligt nedan figur.

Olika stadier medför olika avkastningskrav enligt VC-metoden.

Avkastningskrav i de olika affärscyklerna i VC-metoden enligt varierande studier och PwC

				
Stage	Seed/Idea	Seed/Start-up	Early growth	Expansion
Plummer	50 - 70 %	40 - 60 %	35 - 50 %	25 - 35 %
Scherlis & Sahlman	50 - 70 %	40 - 60 %	30 - 50 %	20 - 35 %
Sahlman, Stevenson, & Bhide	50 - 100 %	40 - 60 %	30 - 40 %	20 - 30 %
VC guide in BE	50 - 100 %	50 - 60 %	40 - 50 %	30 - 40 %
Damodaran	50 - 70 %	40 - 60 %	35 - 50 %	25 - 35 %
Selected discount rate	50 - 85 %	40 - 60 %	35 - 50 %	25 - 35 %

Källa: PwC

Värdering

Analyst Group anser att Gartner är i en expansionsfas, redo att skala upp försäljningen, främst genom försäljning av flera superyachter under de kommande åren. Därför tillämpas i detta Utlåtandet en hög, och därmed konservativ, diskonteringsränta om 25–35 % för Gartner. Med en tillämpad EV/EBITDA målmultipl om 2,7x för Gartners uppskattade EBITDA-resultat om 28,7 MEUR under helåret 2026/2027, motsvarar detta ett Enterprise Value om cirka 77,4 MEUR. Utifrån det uppskattade Enterprise Value om cirka 77,4 MEUR år 2026/2027 och tillägg av Gartners estimerade nettokassa vid utgången av året 2026/2027 om 31,5 MEUR, uppgår det härledda marknadsvärdet vid utgången av 2026/2027 till ca 109 MEUR. Givet en konservativ diskonteringsränta om 25–35 % resulterar detta i ett grundläggande nuvarande marknadsvärde om mellan 44,3 och 55,7 MEUR idag. Den fullständiga beräkningen kan ses i nedan tabell, vilken visar den beräknade nuvärdesberäkningen av bolagsvärdet för Gartner, baserat på prognosen som tillhandahålls av Bolaget, i kombination med gjorda antaganden.

Värdering	
Estimerad EBITDA år 2026/2027, MEUR	28,7
Applicerad EV/EBITDA-multipl	2,7x
<i>Multiplrabatt jämfört med peer-gruppen</i>	<i>-13%</i>
Enterprise Value år 2026/2027, MEUR	77,4
Estimerad Nettoskuld år 2026/2027, MEUR	-31,5
Marknadsvärde år 2026/2027	108,9
Diskonteringsränta (avkastningskrav)	35%
Antal perioder, 2024-05-03 till 2027-04-30	3,0
Diskonteringsfaktor	2,5
Nuvarande marknadsvärde, per 2024-05-03, MEUR	44,4

Värdering	
Estimerad EBITDA år 2026/2027, MEUR	28,7
Applicerad EV/EBITDA-multipl	2,7x
<i>Multiplrabatt jämfört med peer-gruppen</i>	<i>-13%</i>
Enterprise Value år 2026/2027, MEUR	77,4
Estimerad Nettoskuld 2026/2027, MEUR	-31,5
Marknadsvärde år 2026/2027	108,9
Diskonteringsränta (avkastningskrav)	25%
Antal perioder, 2024-05-03 till 2027-04-30	3,0
Diskonteringsfaktor	1,9
Nuvarande marknadsvärde Gartner, per 2024-05-03, MEUR	55,9