Denna rapport färdigställdes och distribuerades 09 januari 2024: 08:30 CET

Penser Access by Carnegie

Försvarsindustri | Sverige | 09 januari 2024

MilDef Group

Förväntningar inför det säsongsmässigt starka fjärde kvartalet

Minskade säsongsmönster

Q4 är MilDefs säsongsmässigt starkaste kvartal och har i en historisk kontext varit det kvartal då bolaget gjort sin vinst. Det tidigare så signifikanta säsongsmönstret kommer att minska till följd av att intäkter från andra geografier ökar, en regelförändring på huvudmarknaden som gör att myndigheterna får behålla outnyttjad budget till nästkommande år samt högre andel försäljning av service och tjänster. För innevarande år minskar säsongsmönstret ytterligare till följd av komponentbristen som drabbade bolaget under Q4'22. Det medförde att ordrar värda 100 mkr levererades under H1'23 istället, vilket också medför lättare jämförelsetal. Även om vi justerar för de förskjutna leveranserna är säsongsmönstret inte lika markant som det varit historiskt.

Vi ser två potentiella risker i våra prognoser

För Q4 räknar vi med en omsättning på 363 mkr och EBITDA på 58 mkr. Det motsvarar en tillväxt på 15% y/y och en EBITDA-marginal på 15,9% (13,8). Det som främst driver marginalen är verksamhetens tydliga skalbarhet när omsättningen stiger. H1'23 är ett exempel på det då EBITDA-marginalen steg till 14,3% (-1,3), drivet av skalbarheten i fasta och operativa kostnader. För Q4'23 räknar vi med högre omsättning än respektive kvartal under H1'23 men då det fjärde kvartalet tyngs av mer kostnader räknar vi inte med samma skalbarhet som under H1. Vi ser främst två risker i estimaten. Den första är som vi tidigare nämnt att försvarsbudgeten får föras vidare till kommande år kan medföra att kunder som tidigare varit tvungna att handla i Q4 väljer att spara budgeten. Den andra risken, som gäller alla säsongsmässigt Q4-tunga bolag, är att allt inte hinner levereras under kvartalet utan spiller över i januari. Vi har inga indikationer på att detta ska ha inträffat, men om det gör det kommer det också att få negativ effekt på marginalen.

Behåller våra estimat och är långsiktigt positiva till aktien

Orderingången under perioden bör vara god. Värdet på offentliggjorda ordrar uppgår till 239 mkr vilket bådar gott för kommande år och visar att cykeln nu nått en punkt där underleverantörerna får ordrar från plattformstillverkarna, vilket är klart positivt för MilDef. Vi är därmed fortsatt positiva till aktien då det flödar in mer pengar än någonsin i sektorn och kommer att fortsätta göra så under kommande år. Vi behåller våra estimat oförändrade.

Estimatändring

	23e	24e	25e
Totala intäkter	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA, just.	0,0%	0,0%	0,0%
EPS, just.	0,0%	0,0%	0,0%

Kommande händelser

Q4 - rapport	08 februari 2024
Q1 - rapport	26 april 2024

Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier	40m
Börsvärde	2 591
Nettoskuld	271
EV	2 862
Free float	58%
Daglig handelsvolym, snitt	47k
Bloomberg Ticker	MILDEF SS EQUITY

Analytiker

Hugo Lisjo
hugo.lisjo@carnegie.se

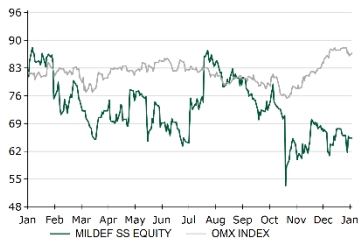
Prognos (mkr)

	2022	2023e	2024e	2025e
Totala intäkter	739	1 162	1 331	1 557
Tillväxt	57%	57%	15%	17%
EBITDA, just.	60	166	202	252
EBIT, just.	29	111	149	193
EPS, just.	0,4	1,8	2,2	3,2
EPS-tillväxt, just.	3%	>100%	26%	45%
EK/aktie	20,9	21,2	22,7	25,0
Utdelning per aktie	0,8	0,0	0,8	1,0
EBIT-marginal	4,0%	9,6%	11,2%	12,4%
ROE, just.	2,1%	8,7%	10,1%	13,5%
ROCE, just.	3,3%	9,5%	11,9%	14,8%
EV/Sales	4,7x	2,5x	2,2x	1,8x
EV/EBITDA	57,9x	17,2x	14,2x	11,4x
EV/EBIT	119,0x	25,7x	19,2x	14,8x
P/E, just.	172,2x	36,8x	29,2x	20,1x
P/EK	3,1x	3,1x	2,9x	2,6x
Direktavkastning	1,2%	0,0%	1,2%	1,5%
FCF yield	-4%	1%	1%	5%
Nettoskuld/EBITDA	4,2x	1,6x	1,3x	0,7x

Värde och risk

Motiverat värde	95,0 - 100 kr
Aktiekurs	65,0 kr
Risknivå	Medium

Kursutveckling 12 mån



Intressekonflikter

	Yes	No
Likviditetsgarant		✓
Certified adviser		✓
Transaktioner 12m		✓

Denna rapport har tagits fram på uppdrag av, och är betald av, emittenten. Commissioned research (uppdragsanalys) anses utgöra marknadsföringskommunikation (alltså inte investeringsanalys enligt MiFID II). Denna rapport kan vara föremål för distributionsrestriktioner i vissa jurisdiktioner. För mer information, se upplysningar och disclaimer i slutet av rapporten.

Historisk utveckling och kvartalsestimat för kvarvarande del av 2023

SEKm	Q1'21A	Q2'21A	Q3'21A	Q4'21A	Q1'22A	Q2'22A	Q3'22A	Q4'22A	Q1'23A	Q2'23A	Q3'23A	Q4'23E
Nettoomsättning	51,0	81,3	136,6	200,7	141,3	118,5	163,7	315,3	283,2	288,8	226,5	363,2
Kostnad sålda varor	-33,5	-42,5	-75,6	-108,0	-74,8	-60,5	-80,4	-170,8	-155,0	-144,0	-113,2	-185,2
Bruttoresultat	**17,5**	**38,8**	**61,0**	**92,7**	**66,5**	**58,0**	**83,3**	**144,5**	**128,2**	**144,8**	**113,3**	**178,0**
Försäljningskostnader	-16,9	-23,0	-32,6	-41,9	-42,3	-43,3	-42,0	-78,7	-67,0	-67,0	-63,4	-86,4
Administrationskostnader	-14,5	-14,9	-16,1	-13,4	-14,9	-15,7	-15,6	-21,0	-20,4	-21,3	-18,0	-25,4
Forsknings- och utvecklingskostnader	-10,2	-11,6	-9,4	-9,2	-9,2	-10,7	-10,2	-18,9	-19,0	-20,5	-18,1	-21,8
Övriga rörelseintäkter/-kostnader	1,2	0,2	-0,6	0,0	0,1	-3,3	-3,0	5,6	-0,1	-2,4	-2,4	0,2
EBITDA, justerad	**-14,8**	**-2,4**	**14,9**	**34,6**	**6,3**	**-9,6**	**19,9**	**43,4**	**34,0**	**47,7**	**26,5**	**57,8**
Totala av-/nedskrivningar	-4,4	-4,7	-8,2	-6,4	-6,1	-5,4	-7,4	-11,9	-12,3	-14,1	-15,1	-13,3
EBIT, justerad	**-19,2**	**-7,1**	**6,7**	**28,2**	**0,2**	**-15,0**	**12,5**	**31,5**	**21,7**	**33,6**	**11,4**	**44,5**
Finansiellt netto	-1,4	1,6	-1,7	-0,9	-0,8	-0,2	-5,3	-3,7	-3,6	-5,4	-6,0	-9,4
Inkomstskatt	5,1	5,3	0,8	-6,7	0,9	2,0	-0,6	-7,3	-1,8	-6,9	0,4	-7,4
Periodens nettoresultat, justerad	**-15,5**	**-0,2**	**5,8**	**20,6**	**0,3**	**-13,2**	**6,6**	**20,5**	**16,3**	**21,3**	**5,8**	**27,7**
Tillväxt y/y	48%	59%	147%	-22%	177%	46%	20%	57%	100%	144%	38%	15%
EPS, justerad (kr)	-0,66	-0,01	0,16	0,57	0,01	-0,36	0,18	0,51	0,40	0,53	0,14	0,69
Bruttomarginal	34,3%	47,7%	44,7%	46,2%	47,1%	48,9%	50,9%	45,8%	45,3%	50,1%	50,0%	49,0%
Just. EBITDA-marginal	-29,0%	-3,0%	10,9%	17,2%	4,5%	-8,1%	12,2%	13,8%	12,0%	16,5%	11,7%	15,9%
Just. EBIT-marginal	-37,6%	-8,7%	4,9%	14,1%	0,1%	-12,7%	7,6%	10,0%	7,7%	11,6%	5,0%	12,2%

Källa: Penser Access by Carnegie

Disclaimer

Carnegie Investment Bank AB

Carnegie Investment Bank AB (publ.) är en ledande investmentbank med nordiskt fokus. Företagen i Carnegiegruppen, tillsammans ”Carnegie”, adderar värde för institutioner, bolag och privatkunder inom områdena aktiehandel, investment banking och private banking. Carnegie har cirka 600 anställda, med kontor i sex länder.

Penser by Carnegie

I november 2023 förvärvade Carnegie affärsområdet för uppdragsanalys från Erik Penser Bank AB. Detta innefattade den verksamhet under vilken Erik Penser Bank AB t ex har publicerat analystjänsterna Penser Access och Penser Future. Denna verksamhet fortsätter att drivas hos Carnegie under varumärket Penser by Carnegie.

Värdering, metodologi och antaganden

Uppdragsanalys inkluderar analytikerns bedömning av ett motiverat värdeintervall på publiceringsdagen, baserat på olika värderingsmetoder. En ofta förekommande metod är diskonterat kassaflöde, där framtida kassaflöden diskonteras till ett nuvärde. Analytikerna kan även använda sig av andra värderingsmetoder, t ex P/E-tal eller EV/EBIT-multiplar, relativt jämförbara bolag för att få fram ett motiverat värde. För bolag där så är lämpligt, kan ett motiverat värdeintervall också baseras på analytikerns bedömning av en rimlig del av företagets substansvärde. Värdeintervallet representerar analytikerns bedömning vid skrivandet av analysen. För mer information om värderingsmodeller, klicka här.

Uppdateringsfrekvens

Penser by Carnegies aktieanalys består av case-baserad analys, vilket medför att frekvensen av analysrapporter kan variera över tid. Om inte annat uttryckligen sägs i rapporten, uppdateras analysen kvartalsvis eller då det anses nödvändigt av analysavdelningen, t ex i händelse av signifikanta förändringar i marknadsbetingelser, eller vid händelser relaterade till emittenten/det finansiella instrumentet.

Analytiker intyganden

Analytikern, eller analytikerna, ansvarig(a) för innehållet i denna uppdragsanalys intygar, oavsett förekomsten av några potentiella intressekonflikter som hänvisas till häri, att åsikterna som uttrycks i denna uppdragsanalys korrekt återspeglar analytikerns personliga åsikter om bolaget och instrumenten som omfattas. Vidare intygas att analytikern inte har fått, får eller kommer att få direkt eller indirekt ersättning relaterat till specifika rekommendationer eller åsikter i denna uppdragsanalys.

Potentiella intressekonflikter

Carnegie, eller dess dotterbolag, kan från tid till annan utföra investment banking-tjänster för, eller söka investment banking-tjänster eller annan verksamhet från, något bolag nämnt i denna rapport. Varje sådan offentligt tillkännagiven affär, under de senaste 12 månaderna, kommer att hänvisas till i denna uppdragsanalys. Ett regelverk för hantering av intressekonflikter är implementerat i Carnegie. Investment Banking och andra affärsavdelningar i bolaget är omgivna av informationsbarriärer för att begränsa flödet av känslig information. Personer utanför sådana barriärer kan få tillgång till känslig information endast efter att ha iakttagit tillämpliga förfaranden. Ersättningen till personer som är involverade i att förbereda denna uppdragsanalys är inte knuten till investment banking-transaktioner som utförs av bolaget eller en juridisk person inom samma grupp.

Konfidentiell och icke-publik information rörande Carnegie och dess kunder, affärsaktiviteter och andra omständigheter som kan påverka en tillgångs marknadsvärde (”känslig information”) hålls strikt konfidentiell och får aldrig användas på ett otillbörligt sätt.

Interna riktlinjer är implementerade för att säkerställa analytikernas integritet och oberoende. I enlighet med riktlinjerna är analysavdelningen separerad från Investment Banking-avdelningen och det finns inga rapporteringslinjer mellan analysavdelningen och Investment Banking-avdelningen. Riktlinjerna innehåller också regler, som gäller, men inte är begränsade till, följande frågor; kontakter med bolag under täckning, förbud mot att erbjuda gynnsamma rekommendationer, personligt engagemang i bolag under täckning, deltagande i investment banking-aktiviteter, övervakning och granskning av analysrapporter, analytikers rapporteringslinjer och analytikers ersättning.

Andra väsentliga intressekonflikter

Denna rapport har beställts och betalats av emittenten (“issuer-paid research”)

Distributionsbegränsningar

Denna uppdragsanalys tar inte hänsyn till de specifika investeringsmålen, den finansiella situationen eller de särskilda behoven hos någon specifik person som kan komma att ta emot den. Investerare bör söka finansiell rådgivning om lämpligheten att investera i värdepapper som diskuteras i denna uppdragsanalys och bör förstå att uttalanden om framtida utsikter kanske inte förverkligas. Tidigare resultat är inte nödvändigtvis en vägledning för framtida resultat. Carnegie och dess dotterbolag tar inget ansvar för någon direkt skada eller följdskada, inklusive, utan begränsning, någon förlust som uppstår på grund av användningen av denna uppdragsanalys eller dess innehåll. Denna uppdragsanalys får inte reproduceras, distribueras eller publiceras av någon mottagare för något syfte. Dokumentet får inte distribueras till personer som är medborgare i eller bosatta i något land där sådan distribution är förbjuden enligt tillämpliga lagar eller andra föreskrifter.

Denna uppdragsanalys distribueras i Sverige av Carnegie Investment Bank AB. Carnegie Investment Bank AB är en bank med säte i Sverige, med begränsat ansvar, auktoriserad och reglerad av Finansinspektionen. I Finland utges denna uppdragsanalys av Canegie Investment Bank AB, finska filialen. Den finska filialen är auktoriserad av den svenska finansinspektionen (Finansinspektionen) och omfattas av begränsad reglering av finska finansinspektionen (Finanssivalvonta). I Norge ges den här uppdragsanalysen ut av Carnegie AS, ett helägt dotterbolag till Carnegie Investment Bank AB. Carnegie AS regleras av den norska finansinspektionen (Finanstilsynet). I Danmark ges den här uppdragsanalysen ut av Carnegie Investment Branch, danska filialen. Den danska filialen är auktoriserad av den svenska finansinspektionen (FInansinspektionen) och omfattas av begränsad reglering av den danska finansinspektionen (Finanstilsynet).

Denna uppdragsanalys distribueras i USA av Carnegie Inc., en USA-registrerad broker-dealer och medlem av FINRA och SIPC. Carnegies analytiker utanför USA är anställda av icke-amerikanska associerade bolag till Carnegie Inc (“non-US affiliates”) som inte omfattas av FINRA-föreskrifter. Generellt sett är Carnegies analytiker inte registrerade eller kvalificerade som analytiker hos FINRA och är därför inte föremål för de begränsningar som FINRAs regel 2241 är avsedda att förhindra vad gäller intressekonflikter, genom att bland annat förbjuda viss typ av ersättning, begränsa analytikers handel och begränsa kommunikation med företagen som är föremål för analysrapporten.

Analysrapporter som distribueras i USA är avsedda endast för större amerikanska institutionella investerare och amerikanska institutionella investerare som definieras enligt regel 15a-6 i Securities Exchange Act of 1934. Denna uppdragsanalys tillhandahålls endast för informationsändamål och får under inga omständigheter användas eller betraktas som ett erbjudande att sälja eller en uppmaning att köpa några värdepapper.

Rapporter relaterade till aktieinstrument är utarbetade av icke-amerikanska associerade bolag till Carnegie och distribueras i USA av Carnegie Inc. enligt regel 15a-6(a)(3). När rapporten distribueras av Carnegie Inc, tar Carnegie Inc ansvaret för uppdragsanalysen.

Personer i USA som vill genomföra transaktioner baserade på denna uppdragsanalys bör kontakta Carnegie Inc. Investerare i USA bör vara medvetna om att investeringar i icke-amerikanska värdepapper innebär vissa risker. Värdepapperen från icke-amerikanska emittenter är inte alltid registrerade hos, eller omfattas av, de nuvarande informationsrapporterings- och revisionsstandarderna hos US Securities and Exchange Commission

Denna uppdragsanalys har utfärdats i Storbritannien av Carnegie UK, som är den engelska filialen till Carnegie Investment Bank AB. Carnegie UK är auktoriserad och reglerad av Financial Conduct Authority (FCA)

Analysdisclaimer

Denna uppdragsanalys tillhandahålls endast för informationsändamål och får under inga omständigheter användas eller betraktas som ett erbjudande att sälja, eller en uppmaning att köpa eller sälja, något relevant finansiellt instrument. Denna uppdragsanalys har beställts och betalats av emittenten och bör därför betraktas som en marknadsföringskommunikation (dvs inte investeringsrekommendation). Betalning för rapporten har avtalats i förväg på en icke-återbetalningsbar basis. Som uppdragsanalys kan detta material betraktas som en acceptabel mindre icke-monetär förmån enligt MiFID II. Det har inte utarbetats i enlighet med de rättsliga krav som är utformade för att främja oberoende investeringsanalys. Det är dock fortfarande föremål för ett förbud mot handel före spridningen av rapporten.

Carnegie Investment Bank AB är ansvarigt för framställandet av denna uppdragsanalys i Sverige, Finland, Denmark och Storbritannien. Carnegie AS är ansvarigt för framställandet av denna uppdragsanalys I Norge. Carnegie Inc. är ansvarigt för denna uppdragsanalys i USA.

Informationen i denna uppdragsanalys hämtades från olika källor. Medan all rimlig omsorg har tagits för att säkerställa att informationen är sann och inte vilseledande, ger Carnegie ingen representation eller garanti, uttrycklig eller underförstådd, om dess korrekthet eller fullständighet. Carnegie, dess dotterbolag eller någon av deras ledande befattningshavare, anställda eller styrelsemedlemmar kan ha ett innehav i, eller på annat sätt vara intresserade av transaktioner i, värdepapper som direkt eller indirekt är föremål för uppdragsanalys. Alla betydande finansiella intressen som innehas av analytikern, Carnegie eller en juridisk person i samma grupp i förhållande till emittenten kommer att hänvisas till i Företagsspecifika upplysningar härunder samt Intressekonflikter på rapportens förstasida.

Företagsspecifika upplysningar

Delar av denna uppdragsanalys kan ha lämnats till emittenten före dess publicering

Copyright © 2024 Carnegie

Carnegie Investment Bank AB
Regeringsgatan 56
SE-103 38 Stockholm
Tel +46 8 676 88 00 Fax +46 8 676 88 95