



## Penser Access by Carnegie

Försvarsindustri | Sverige | 25 juni 2024

**MilDef Group****Tuffa jämförelsetal och stark ordergång – Q2 preview****Tuffa jämförelsetal och förberedelser för högre tillväxt**

Precis som i Q1'24 möter MilDef tuffa jämförelsetal under Q2'24. Dessa beror på att den tidigare komponentbristen och försenade leveranser ledde till att försäljningen var ca 50 mkr högre under jämförelsekvartalet än vad den skulle varit under normala förhållanden. Vi förväntar oss en försäljningstillväxt på -4,8% under Q2'24, vilket innebär en underliggande tillväxt om ca 15% (om vi justerar för de 50 mkr i Q2'24 som diskuteras ovan). Samtidigt ser 2024 ut att bli ett mellanår för underleverantörer till försvarsindustrin, innan tillväxten tar fart under 2025 och 2026. Vi höjer våra kostnadsförväntningar då MilDef anpassar sin organisation för fortsatt hög tillväxt, vilket kommer att driva kostnaderna. Lägre intäkter och högre kostnader påverkar marginalen relativt mycket, och vi räknar med en EBIT-marginal på drygt 7% i Q2.

**2024 ser ut att bli ett mellanår för underleverantörer**

Vi förväntar oss accelererande marknadsaktivitet och ordergång under 2025 och 2026. Anledningen är att det normalt tar cirka fem år från beslut till leverans av fordon inom branschen. På grund av den rådande situationen förväntas denna processtid ha förkortats till cirka tre år. Som underleverantör till fordonstillverkarna får MilDef normalt sin order 6–12 månader efter att fordonstillverkarna fått sina ordrar. De långa cyklerna inom sektorn innebär att MilDef ännu inte sett någon större effekt av de högre budgetarna men vi väntar oss denna effekt under 2025 och 2026. Trots att vi ser 2024 som mellanår väntar vi oss stark ordergång för Q2'24. Hittills har bolaget offentliggjort ett ordervärde på 174 mkr, vilket är det näst högsta någonsin och gör oss optimistiska inför kvartalets totala ordergång.

**De något lägre förväntningarna påverkar inte vårt motiverade värde**

Till följd av att marknadssignalerna tyder på att 2024 blir ett mellanår för underleverantörer och att jämförelsetalen är utmanande, sänker vi våra förväntningar för kvartalet. Ändringen är relativt stor i procent, men eftersom det rör sig om relativt små belopp påverkas inte vårt motiverade värde. I Q3 möter MilDef förhållandevis lätta jämförelsetal, innan de i det säsongsmässigt starka fjärde kvartalet återigen ställs inför ganska tuffa jämförelsetal. Vi ser potential för att MilDef kan komma att annonsera flera större ordrar under 2024 – dels till de senaste beställningarna av CV90, dels till Danmarks upprustning av Piranha-fordon samt en uppföljande volymorder.

Estimatändring			Prognos (mkr)				Värde och risk			
	24e	25e	26e	2023	2024e	2025e	2026e	Motiverat värde	87,0 - 95,0 kr	
Totala intäkter	-1,1%	-1,1%	-1,1%	1 151	1 208	1 413	1 623	Aktiekurs	67,0 kr	
EBITDA, just.	-7,8%	-1,7%	-1,6%	Tillväxt	56%	5%	17%	15%	Riskenivå	Medel
EPS, just.	-20,0%	-2,9%	-2,4%	EBITDA, just.	168	151	235	302	<b>Kursutveckling 12 mån</b>	
<b>Kommande händelser</b>			EBIT, just.	108	85	162	222			
Q2 - rapport	25 juli 2024		EPS, just.	1,7	1,0	2,6	3,8			
Q3 - rapport	25 oktober 2024		EPS-tillväxt, just.	353%	-42%	162%	47%			
<b>Bolagsfakta (mkr)</b>			EK/aktie	21,0	21,5	23,4	26,2			
Antal aktier	40m		Utdelning per aktie	0,0	0,5	0,8	1,0			
Börsvärde	2 671		EBIT-marginal	9,4%	7,1%	11,5%	13,7%			
Nettoskuld	268		ROE, just.	8,4%	4,7%	11,6%	15,5%			
EV	2 939		ROCE, just.	10,8%	7,8%	14,3%	18,5%			
Free float	72%		EV/Sales	2,4x	2,4x	2,1x	1,8x			
Daglig handelsvolym, snitt	42k		EV/EBITDA	16,5x	19,5x	12,5x	9,7x			
Bloomberg Ticker	MILDEF SS EQUITY		EV/EBIT	25,6x	34,5x	18,1x	13,2x	<b>Intressekonflikter</b>		
<b>Analytiker</b>			P/E, just.	38,4x	67,2x	25,6x	17,4x			
Hugo Lisjo			P/EK	3,1x	3,1x	2,9x	2,6x			
hugo.lisjo@carnegie.se			Direktavkastning	0,0%	0,7%	1,1%	1,5%			
			FCF yield	0%	1%	3%	5%			
			Nettoskuld/EBITDA	0,9x	1,1x	0,5x	0,1x			
									Yes	No
									Likviditetsgarant	✓
									Certified adviser	✓
									Transaktioner 12m	✓

## Investment case

### Militärens moderniserings- och digitaliseringsresa driver tillväxten för MilDef:

För att säkerställa en modernisering av NATO:s försvar kommer 20% av anslagen hos dess medlemsländer öronmärkas för ny utrustning. Försvarsmakten i Sverige genomgår samtidigt en digitaliseringsresa genom projekten LSS Mark 2.0 och Röbi (Realisering av överbefälhavarens inriktning), vilket har beskrivits som en av de största digitala satsningarna i Sverige. Moderniseringen kräver teknik med högre prestanda, men samma funktionalitet och säkerhet som tidigare, vilket vi bedömer kommer innebära en acceleration av ruggad försvarselektronik.

### Försvarsindustrin ser kraftig tillväxt efter många år av underinvesteringar:

Försvarsanslag styrs inte av den allmänna konjunkturutvecklingen, utan beror på graden av geopolitisk osäkerhet. Efter det kalla krigets slut har investeringarna i militärt försvar successivt minskat och många länders försvar är nu underinvesterade. Rysslands invasion av Ukraina ledde till kraftigt ökad geopolitisk risk och en kraftig ökning av försvarsbudgetarna både i Sverige och i de flesta NATO-länder. MilDef har starka relationer med till exempel FMV i Sverige och med höga inträdesbarriärer borde de gynnas av den höga investeringsnivån.

### Ett välskött tillväxtbolag med goda kassaflöden:

MilDef har som mål att växa 25% per år inklusive förvärv. Bolaget har en tydlig förvärvsagenda och har på sikt goda möjligheter för flera förvärv, trots ett antal lånefinansierade förvärv de senaste åren. MilDef har historiskt genererat goda kassaflöden och vi räknar med att dessa kommer att bestå.

## Bolagsbeskrivning

MilDef producerar och levererar så kallad taktisk IT, bestående av hårdvara, mjukvara och tjänster till framför allt säkerhets- och försvarskunder, men även till kunder inom kritisk infrastruktur. De har dotterbolag i Sverige, Finland, Norge, Storbritannien och USA med direktförsäljning och försäljning via partner nätverk till över 80 länder. Huvudkontoret ligger i Helsingborg i Sverige. Bolaget hade i september 2022 285 anställda och 2021 skedde ca tre fjärdedelar av försäljningen i Norden.

Sedan starten 1997 har bolaget utvecklats från att vara en distributör av ruggade bärbara datorer och surfplattor till ett produktbolag med fokus på egenutvecklade produkter och relaterade tjänster. Vi bedömer att andelen egenutvecklade produkter nu är nära 60%, medan andelen myndighetskunder är strax över 50%. De nio största kunderna står för ca 70% av omsättningen.

## Värdering

Då orderboken är så pass lång som den är och marknaden är relativt stabil över tid samt är kontracyklisk eftersom den beror på politiska beslut, värderar vi MilDef med en kassaflödesanalys. Med en WACC på 8,5%, långsiktig EBIT-marginal på 15% och långsiktig tillväxt på 3% får vi ett värde på 91 kr. Våra estimat inkluderar inte förvärv, och därför kan M&A bidra till ytterligare potential utöver vårt motiverade värde.

## Motiverat värde

87-95 kr.

## Prognoser och prognosförändringar

Vi ser 2024 som ett mellanår för underleverantörer till försvarsvarsindustrin och sänker vårt tillväxtantagande

SEKm	Nya prognoser				Gamla prognoser			Förändring (%)		
	2023	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e
Nettoomsättning	1 151	1 208	1 413	1 623	1 222	1 429	1 641	-1,1%	-1,1%	-1,1%
Kostnad sålda varor	-595	-617	-716	-816	-622	-722	-823	-0,9%	-0,9%	-0,9%
<b>Bruttoresultat</b>	<b>556</b>	<b>591</b>	<b>696</b>	<b>806</b>	<b>599</b>	<b>706</b>	<b>818</b>	<b>-1,4%</b>	<b>-1,4%</b>	<b>-1,4%</b>
<b>Bruttomarginal</b>	<b>48,3%</b>	<b>48,9%</b>	<b>49,3%</b>	<b>49,7%</b>	<b>49,0%</b>	<b>49,4%</b>	<b>49,8%</b>	<b>-0,1pp</b>	<b>-0,1pp</b>	<b>-0,1pp</b>
Försäljningskostnader	-283	-315	-340	-364	-313	-344	-368	0,7%	-1,1%	-1,1%
Administrationskostnader	-86	-101	-110	-119	-100	-111	-120	1,7%	-1,2%	-1,2%
Forsknings- och utvecklingskostnader	-81	-88	-86	-104	-88	-87	-105	0,3%	-1,2%	-1,2%
Övriga rörelseintäkter/-kostnader	1	-1	2	2	-1	2	2	n.m.	0,0%	0,0%
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>168</b>	<b>151</b>	<b>235</b>	<b>302</b>	<b>164</b>	<b>239</b>	<b>307</b>	<b>-7,8%</b>	<b>-1,7%</b>	<b>-1,6%</b>
<b>Just. EBITDA-marginal</b>	<b>14,6%</b>	<b>12,5%</b>	<b>16,6%</b>	<b>18,6%</b>	<b>13,4%</b>	<b>16,7%</b>	<b>18,7%</b>	<b>-0,9pp</b>	<b>-0,1pp</b>	<b>-0,1pp</b>
Totala av-/nedskrivningar	-60	-66	-72	-80	-66	-72	-80	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBIT, justerad</b>	<b>108</b>	<b>85</b>	<b>162</b>	<b>222</b>	<b>98</b>	<b>166</b>	<b>227</b>	<b>-13,0%</b>	<b>-2,4%</b>	<b>-2,1%</b>
<b>Just. EBIT-marginal</b>	<b>9,4%</b>	<b>7,1%</b>	<b>11,5%</b>	<b>13,7%</b>	<b>8,0%</b>	<b>11,6%</b>	<b>13,8%</b>	<b>-1,0pp</b>	<b>-0,1pp</b>	<b>-0,1pp</b>
Finansiellt netto	-20	-33	-29	-26	-33	-29	-26	0,0%	0,0%	0,0%
Inkomstskatt	-20	-12	-28	-41	-15	-29	-42	-18,4%	-2,9%	-2,4%
<b>Periodens nettoresultat, justerad</b>	<b>69</b>	<b>40</b>	<b>105</b>	<b>155</b>	<b>50</b>	<b>108</b>	<b>159</b>	<b>-20,0%</b>	<b>-2,9%</b>	<b>-2,4%</b>

Källa: MilDef, Penser by Carnegie

Vi sänker tillväxten för Q2 till -4,8% - justerar vi för 50 mkr i jämförelsekvartalet motsvarar det en tillväxt om ca 15%

SEKm	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	Q1'24	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e
Nettoomsättning	51	81	137	201	141	119	164	315	283	289	227	353	232	275	265	435
Kostnad sålda varor	-34	-43	-76	-108	-75	-61	-80	-171	-155	-144	-113	-183	-120	-140	-133	-224
<b>Bruttoresultat</b>	<b>18</b>	<b>39</b>	<b>61</b>	<b>93</b>	<b>67</b>	<b>58</b>	<b>83</b>	<b>145</b>	<b>128</b>	<b>145</b>	<b>113</b>	<b>170</b>	<b>112</b>	<b>135</b>	<b>132</b>	<b>212</b>
Försäljningskostnader	-17	-23	-33	-42	-42	-43	-42	-79	-67	-67	-63	-85	-71	-70	-74	-100
Administrationskostnader	-15	-15	-16	-13	-15	-16	-16	-21	-20	-21	-18	-26	-25	-25	-21	-30
Forsknings- och utvecklingskostnader	-10	-12	-9	-9	-9	-11	-10	-19	-19	-21	-18	-23	-22	-21	-20	-26
Övriga rörelseintäkter/-kostnader	1	0	-1	0	0	-3	-3	6	0	-2	-2	6	-2	1	1	1
<b>EBIT, justerad</b>	<b>-19</b>	<b>-7</b>	<b>7</b>	<b>28</b>	<b>0</b>	<b>-15</b>	<b>13</b>	<b>32</b>	<b>22</b>	<b>34</b>	<b>11</b>	<b>41</b>	<b>-7</b>	<b>20</b>	<b>17</b>	<b>55</b>
Jämförelsestörande poster	-4	-3	-4	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>EBIT</b>	<b>-23</b>	<b>-11</b>	<b>2</b>	<b>28</b>	<b>0</b>	<b>-15</b>	<b>13</b>	<b>32</b>	<b>22</b>	<b>34</b>	<b>11</b>	<b>41</b>	<b>-7</b>	<b>20</b>	<b>17</b>	<b>55</b>
Finansiellt netto	-1	2	-2	-1	-1	0	-5	-4	-4	-5	-6	-5	-7	-9	-9	-8
Inkomstskatt	5	5	1	-7	1	2	-1	-7	-2	-7	0	-11	2	-2	-2	-10
<b>Nettoresultat</b>	<b>-19</b>	<b>-4</b>	<b>1</b>	<b>21</b>	<b>0</b>	<b>-13</b>	<b>7</b>	<b>21</b>	<b>16</b>	<b>21</b>	<b>6</b>	<b>26</b>	<b>-12</b>	<b>8</b>	<b>6</b>	<b>37</b>
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>-16</b>	<b>0</b>	<b>6</b>	<b>21</b>	<b>0</b>	<b>-13</b>	<b>7</b>	<b>21</b>	<b>16</b>	<b>21</b>	<b>6</b>	<b>26</b>	<b>-12</b>	<b>8</b>	<b>6</b>	<b>37</b>
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	0,63	-0,29	0,20	0,16	0,92
Tillväxt y/y	47,8%	59,4%	139,2%	-22,1%	177,1%	45,8%	19,8%	57,1%	100,4%	143,7%	38,4%	11,9%	-18,1%	-4,8%	17,2%	23,4%
Organisk	47,8%	16,9%	63,7%	-42,4%	82,9%	4,2%	11,6%	29,4%	77,8%	104,4%	14,4%	11,9%	-18,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Förvärvad	0,0%	42,5%	75,5%	20,3%	94,1%	41,6%	8,2%	27,7%	22,6%	39,3%	23,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bruttomarginal	34,3%	47,7%	44,7%	46,2%	47,1%	48,9%	50,9%	45,8%	45,3%	50,1%	50,0%	48,2%	48,4%	49,0%	49,7%	48,6%
Just. EBITDA-marg.	neg.	neg.	10,9%	17,2%	4,5%	neg.	12,2%	13,8%	12,0%	16,5%	11,7%	17,0%	3,7%	13,1%	12,5%	16,8%
EBITDA-marg.	neg.	neg.	7,7%	17,2%	4,5%	neg.	12,2%	13,8%	12,0%	16,5%	11,7%	17,0%	3,7%	13,1%	12,5%	16,8%
Just. EBIT-marg.	neg.	neg.	4,9%	14,1%	0,1%	neg.	7,6%	10,0%	7,7%	11,6%	5,0%	11,7%	neg.	7,2%	6,4%	12,7%
EBIT-marg.	neg.	neg.	1,7%	14,1%	0,1%	neg.	7,6%	10,0%	7,7%	11,6%	5,0%	11,7%	neg.	7,2%	6,4%	12,7%

Källa: MilDef, Penser by Carnegie

## Värdering

### DCF – antaganden och slutsatser

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	1 183	Riskfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	2 739	Riskpremium	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	15,0%
<b>Företagsvärde (EV)</b>	<b>3 922</b>	Småbolagspremie	0,0%	Avskrivningar, % av omsättning	3,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	268	Extra risk-premie	0,5%	Capex, % av omsättning	3,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	<b>WACC</b>	<b>8,5%</b>	Rörelsekapital, % av omsättning	33,8%
<b>Eget kapital</b>	<b>3 654</b>			Skattesats	22%
Antal utstående aktier, full utspädning	40				
<b>Eget kapital per aktie</b>	<b>91</b>				

Källa: Penser by Carnegie

### DCF - känslighetsanalys

		Långsiktig tillväxt					Långsiktig EBIT-marginal						
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%			10,0%	12,5%	15,0%	17,5%	20,0%
WACC	7,5%	97	105	115	127	142	WACC	7,5%	77	96	115	134	153
	8,0%	88	94	102	111	122		8,0%	68	85	102	118	135
	8,5%	79	85	91	98	107		8,5%	61	76	91	105	120
	9,0%	72	77	82	87	94		9,0%	55	68	82	95	108
	9,5%	66	70	74	79	84		9,5%	50	62	74	86	98

Källa: Penser by Carnegie

## Resultaträkning

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Nettoomsättning</b>	<b>334</b>	<b>400</b>	<b>470</b>	<b>739</b>	<b>1 151</b>	<b>1 208</b>	<b>1 413</b>	<b>1 623</b>
Kostnad sålda varor	-209	-216	-260	-387	-595	-617	-716	-816
<b>Bruttoresultat</b>	<b>125</b>	<b>184</b>	<b>210</b>	<b>352</b>	<b>556</b>	<b>591</b>	<b>696</b>	<b>806</b>
Försäljningskostnader	-54	-56	-114	-206	-283	-315	-340	-364
Administrationskostnader	-20	-36	-59	-67	-86	-101	-110	-119
R&D-kostnader	-26	-33	-40	-49	-81	-88	-86	-104
Övriga rörelsekostnader	11	16	36	30	61	65	74	82
<b>EBITDA</b>	<b>36</b>	<b>70</b>	<b>21</b>	<b>60</b>	<b>168</b>	<b>151</b>	<b>235</b>	<b>302</b>
Jämförelsestörande poster	0	-4	-12	0	0	0	0	0
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>36</b>	<b>75</b>	<b>32</b>	<b>60</b>	<b>168</b>	<b>151</b>	<b>235</b>	<b>302</b>
Avskrivningar	-5	-6	-13	-15	-28	-30	-33	-36
<b>EBITA, justerad</b>	<b>31</b>	<b>69</b>	<b>20</b>	<b>45</b>	<b>140</b>	<b>121</b>	<b>202</b>	<b>266</b>
Avskrivningar immateriella tillgångar	-6	-6	-11	-16	-32	-36	-40	-44
<b>EBIT</b>	<b>25</b>	<b>59</b>	<b>-3</b>	<b>29</b>	<b>108</b>	<b>85</b>	<b>162</b>	<b>222</b>
<b>EBIT, justerad</b>	<b>25</b>	<b>63</b>	<b>9</b>	<b>29</b>	<b>108</b>	<b>85</b>	<b>162</b>	<b>222</b>
Finansnetto	0	-2	-2	-10	-20	-33	-29	-26
<b>Resultat före skatt</b>	<b>25</b>	<b>57</b>	<b>-5</b>	<b>19</b>	<b>88</b>	<b>52</b>	<b>133</b>	<b>196</b>
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	<b>25</b>	<b>61</b>	<b>6</b>	<b>19</b>	<b>88</b>	<b>52</b>	<b>133</b>	<b>196</b>
Total skatt	-6	-13	5	-5	-20	-12	-28	-41
<b>Nettoresultat</b>	<b>19</b>	<b>44</b>	<b>-1</b>	<b>14</b>	<b>69</b>	<b>40</b>	<b>105</b>	<b>155</b>
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>19</b>	<b>49</b>	<b>11</b>	<b>14</b>	<b>69</b>	<b>40</b>	<b>105</b>	<b>155</b>
Omsättningsstillväxt	Neg.	20%	17%	57%	56%	5%	17%	15%
Bruttomarginal	37,4%	45,9%	44,7%	47,7%	48,3%	48,9%	49,3%	49,7%
EBIT-marginal, justerad	7,5%	15,7%	1,8%	4,0%	9,4%	7,1%	11,5%	13,7%
EPS, justerad	0,82	2,09	0,37	0,38	1,71	1,00	2,61	3,85
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	156%	-82%	3%	353%	-42%	162%	47%

Källa: MilDef Group, Penser by Carnegie

## Kassaflödesanalys

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EBIT	25	59	-3	29	108	85	162	222
Övriga kassaflödesposter	3	-5	12	17	37	10	15	12
Förändringar i rörelsekapital	-36	10	-66	-123	-90	-41	-49	-59
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>-8</b>	<b>64</b>	<b>-57</b>	<b>-77</b>	<b>54</b>	<b>54</b>	<b>129</b>	<b>175</b>
Investeringar i anläggningstillgångar	-1	-5	-11	-5	-14	-12	-14	-16
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-2	-4	-6	-13	-32	-26	-32	-37
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	<b>-3</b>	<b>-9</b>	<b>-17</b>	<b>-18</b>	<b>-46</b>	<b>-38</b>	<b>-47</b>	<b>-53</b>
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>-11</b>	<b>55</b>	<b>-74</b>	<b>-95</b>	<b>9</b>	<b>16</b>	<b>82</b>	<b>122</b>
Förvärv och avyttringar	0	0	-172	-383	-23	0	0	0
Nyemission / återköp	0	0	392	223	0	0	0	0
Förändring av skulder	1	-1	0	180	60	14	0	0
Utdelningar	-6	-9	-17	-27	0	-20	-30	-40
Övriga poster	-4	-5	-9	-11	-21	-23	-23	-23
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	<b>-9</b>	<b>-14</b>	<b>194</b>	<b>-18</b>	<b>16</b>	<b>-29</b>	<b>-53</b>	<b>-63</b>
<b>Kassaflöde</b>	<b>-20</b>	<b>41</b>	<b>120</b>	<b>-113</b>	<b>24</b>	<b>-13</b>	<b>29</b>	<b>59</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>62</b>	<b>20</b>	<b>-99</b>	<b>80</b>	<b>153</b>	<b>168</b>	<b>115</b>	<b>33</b>

Källa: MilDef Group, Penser by Carnegie

## Balansräkning

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>TILLGÅNGAR</b>								
Goodwill	0	0	285	599	576	573	573	573
Övriga immateriella tillgångar	8	3	1	0	0	0	0	0
Materiella anläggningstillgångar	2	7	15	17	22	27	32	34
Övriga anläggningstillgångar	82	80	76	156	179	160	129	101
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>92</b>	<b>89</b>	<b>377</b>	<b>772</b>	<b>777</b>	<b>760</b>	<b>734</b>	<b>708</b>
Varulager	47	57	86	237	290	302	339	389
Kundfordringar	126	161	136	255	285	292	344	387
Övriga omsättningstillgångar	12	13	41	70	93	106	106	106
Likvida medel och kortfristiga placeringar	9	47	169	60	82	71	100	159
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>193</b>	<b>279</b>	<b>432</b>	<b>622</b>	<b>749</b>	<b>771</b>	<b>889</b>	<b>1 042</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>285</b>	<b>368</b>	<b>808</b>	<b>1 394</b>	<b>1 526</b>	<b>1 531</b>	<b>1 623</b>	<b>1 750</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>								
Eget kapital	101	133	568	788	845	867	942	1 058
<b>Summa eget kapital</b>	<b>101</b>	<b>133</b>	<b>568</b>	<b>788</b>	<b>845</b>	<b>867</b>	<b>942</b>	<b>1 058</b>
Långfristiga leasingkulder	66	59	52	71	76	57	34	10
Övriga långfristiga skulder	6	9	55	210	165	164	164	164
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>72</b>	<b>68</b>	<b>107</b>	<b>281</b>	<b>242</b>	<b>221</b>	<b>197</b>	<b>174</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	0	0	10	53	131	154	154	154
Leverantörsskulder	44	63	40	105	114	99	115	140
Kortfristiga leasingkulder	5	8	9	16	27	28	28	28
Övriga kortfristiga skulder	63	96	75	151	167	163	188	196
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>112</b>	<b>167</b>	<b>133</b>	<b>326</b>	<b>440</b>	<b>443</b>	<b>484</b>	<b>518</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>285</b>	<b>368</b>	<b>808</b>	<b>1 394</b>	<b>1 526</b>	<b>1 531</b>	<b>1 623</b>	<b>1 750</b>

Källa: MilDef Group, Penser by Carnegie

## Tillväxt och marginaler

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Intäktstillväxt	Neg.	20%	17%	57%	56%	5%	17%	15%
EBITDA-tillväxt, justerad	Neg.	108%	-57%	86%	180%	-10%	55%	29%
EBIT-tillväxt, justerad	Neg.	153%	-86%	240%	270%	-21%	91%	37%
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	156%	-82%	3%	353%	-42%	162%	47%
Bruttomarginal	37,4%	45,9%	44,7%	47,7%	48,3%	48,9%	49,3%	49,7%
EBITDA-marginal	10,7%	17,6%	4,4%	8,1%	14,6%	12,5%	16,6%	18,6%
EBITDA-marginal, justerad	10,7%	18,6%	6,9%	8,1%	14,6%	12,5%	16,6%	18,6%
EBIT-marginal	7,5%	14,7%	Neg.	4,0%	9,4%	7,1%	11,5%	13,7%
EBIT-marginal, justerad	7,5%	15,7%	1,8%	4,0%	9,4%	7,1%	11,5%	13,7%
Vinst-marginal, justerad	5,7%	12,1%	2,3%	1,9%	6,0%	3,3%	7,5%	9,6%

Källa: MilDef Group, Penser by Carnegie

## Avkastning

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
ROE, justerad	Neg.	42%	3%	2%	8%	5%	12%	16%
ROCE, justerad	Neg.	34%	2%	4%	11%	8%	14%	18%
ROIC, justerad	Neg.	40%	3%	4%	12%	8%	16%	21%

Källa: MilDef Group, Penser by Carnegie

## Kapitaleffektivitet

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Varulager / totala intäkter	14%	14%	18%	32%	25%	25%	24%	24%
Kundfordringar / totala intäkter	38%	40%	29%	35%	25%	24%	24%	24%
Leverantörsskulder / KSV	21%	29%	15%	27%	19%	16%	16%	17%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	38%	51%	30%	48%	45%	42%	41%	39%
Rörelsekapital / totala intäkter	23%	18%	32%	41%	34%	36%	34%	34%
Kapitalomsättningshastighet	1,9x	2,0x	0,7x	0,8x	1,1x	1,1x	1,2x	1,3x

Källa: MilDef Group, Penser by Carnegie

## Finansiell ställning

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	62	20	-99	80	153	168	115	33
Soliditet	36%	36%	70%	57%	55%	57%	58%	60%
Nettoskulsättningsgrad	0,6x	0,1x	-0,2x	0,1x	0,2x	0,2x	0,1x	0,0x
Nettoskuld / EBITDA	1,7x	0,3x	-4,8x	1,3x	0,9x	1,1x	0,5x	0,1x

Källa: MilDef Group, Penser by Carnegie

## Aktiedata

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EPS	0,82	1,91	-0,03	0,38	1,71	1,00	2,61	3,85
EPS, justerad	0,82	2,09	0,37	0,38	1,71	1,00	2,61	3,85
FCF per aktie	-0,46	2,36	-2,52	-2,53	0,22	0,40	2,04	3,03
Utdelning per aktie	0,38	0,75	0,75	0,75	0,00	0,50	0,75	1,00
Eget kapital per aktie	4,36	5,71	19,5	20,9	21,0	21,5	23,4	26,2
Antal aktier vid årets slut, m	23,2	23,2	29,2	37,6	40,3	40,3	40,3	40,3
Antal aktier efter utspädning, snitt	23,2	23,2	29,2	37,6	40,3	40,3	40,3	40,3

Källa: MilDef Group, Penser by Carnegie

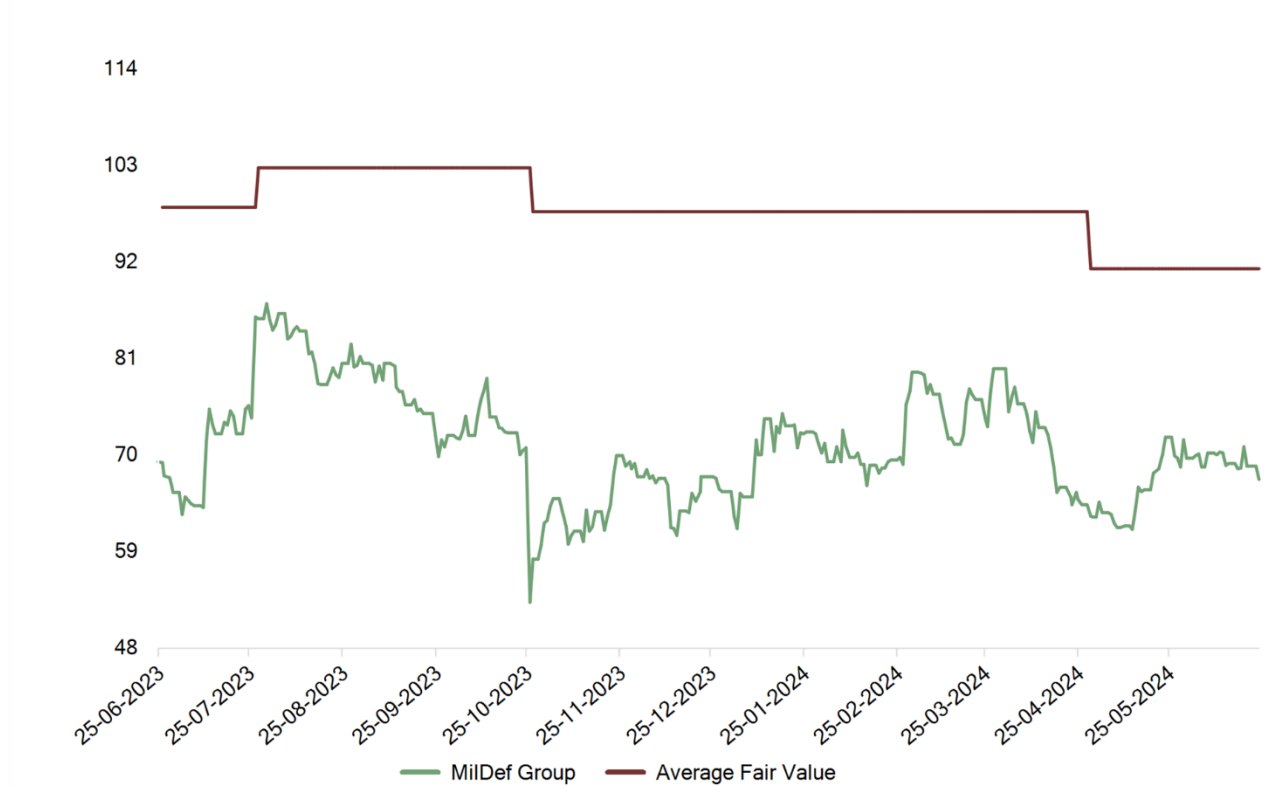
## Värdering

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
P/E, justerad	81,9x	32,0x	100x	100x	38,4x	67,2x	25,6x	17,4x
P/EK	15,4x	11,7x	2,7x	3,9x	3,1x	3,1x	2,9x	2,6x
P/FCF	Neg.	28,4x	Neg.	Neg.	100x	100x	32,8x	22,1x
FCF-yield	Neg.	4%	Neg.	Neg.	0%	1%	3%	5%
Direktavkastning	0,6%	1,1%	1,4%	0,9%	0,0%	0,7%	1,1%	1,5%
Utdelningsandel, justerad	45,9%	35,9%	>100%	>100%	0,0%	50,1%	28,7%	26,0%
EV/Sales	Neg.	Neg.	3,8x	4,5x	2,4x	2,4x	2,1x	1,8x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	55,9x	55,0x	16,5x	19,5x	12,5x	9,7x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	100x	100x	25,6x	34,5x	18,1x	13,2x
EV	Neg.	Neg.	1 804	3 301	2 768	2 939	2 939	2 939
Aktiekurs	67,0	67,0	52,3	80,8	65,6	67,0	67,0	67,0

Källa: MilDef Group, Penser by Carnegie

## Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

### MilDef Group (MILDEF SS EQUITY)



Källa: Penser by Carnegie, IDC



# 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 analytjänsterna Penser Access och Penser Future. Denna verksamhet fortsätter att drivas hos Carnegie under varumärket Penser by Carnegie.

## Värdering, metodologi och antaganden

### Penser Access by Carnegie

Uppdragsanalys under Penser Access by Carnegie 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 företagens substansvärde. Värdeintervallet representerar analytikerns bedömning vid skrivandet av analysen. För mer information om värderingsmodeller, klicka [här](#).

### Penser Future by Carnegie

Uppdragsanalys under Penser Future by Carnegie innehåller inget motiverat värdeintervall, i stället utgår analytikern från fyra olika områden för att bedöma bolaget och belysa de styrkor och svagheter som observerats. De fyra områdena bedöms utifrån följande kriterier - Potential, Risk, Finansiell ställning samt Historik & meriter. Skalan sträcker sig från 1–5 där siffran 5 innebär hög poäng inom respektive område. Exempelvis innebär betyg: 5 på Potential att vi ser stor potential i verksamheten medan betyg: 5 för Risk innebär att vi bedömer risken som hög.

## 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 intyggar, oavsett förekomsten av några potentiella intressekonflikter som hänvisas till här, 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 Carnegie 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. Värdepappren 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, Danmark 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