



Penser Access by Carnegie

Försvarsindustri | Sverige | 26 juli 2024

MilDef Group

Q2 starkare än förväntat och potential till flera större ordrar

Både tillväxt och marginal över våra förväntningar

Både tillväxten och marginalen var starkare än vi förväntat oss. Trots tuffa jämförelsetal uppgick den organiska tillväxten till 4%, och justerat för de extraordinära intäkterna i jämförelsekvartalet uppgick tillväxten till 26%. Detta var starkare än vi förväntat oss och drevs främst av betydligt högre försäljning i Europa än vi räknat med. Den höga omsättningen, i kombination med god kostnadskontroll och en tydligt förbättrad bruttomarginal, drev upp EBITDA-marginalen till 17,8% (16,5). Bruttomarginalen uppgick till rekordhöga 51,1% (50,1), vilket stärker vår tes om stigande bruttomarginal drivet av en högre andel försäljning av egenutvecklade produkter och ökad intern effektivitet.

Vi justerar upp marginalen till följd av kvartalets starka vinstutveckling

Orderingången var hög och uppgick till 407 mkr (286), vilket även ledde till att orderboken nådde nya rekordnivåer. Vi är klivna till durationen i orderboken. För 2024 uppgår orderboken till 544 mkr, vilket stödjer våra estimat för innevarande år. För att nå våra helårsprognoser behöver bolaget under H2 addera ytterligare 80 mkr i orderingång för 2024, vilket vi anser vara rimligt. Däremot är vi osäkra kring orderboken för 2025, då värdet är lägre än föregående år inför 2024. Vi anser dock att det bara är en tidsfråga innan MilDef annonserar ett flertal större ordrar, och är därför inte oroliga för 2025 års estimat. Vi väljer dock att hålla omsättningsestimaten för helåren intakta.

Vi lämnar motiverat värde oförändrat

Framåt vill vi se att MilDef annonserar att de vunnit fler större ordrar, helst någon riktigt stor. Vi ser god potential för att MilDef under H2 kommer att meddela att de vunnit betydande ordrar. Dels väntar vi på en uppföljande volymorder på den utvecklingsorder som erhöles inom bolagets stora ramavtal med ett icke namngivet NATO-anslutet europeiskt land. Fördröjningen beror, vad vi förstått, på förändringar i landets militära ledning, vilket bör innebära att det är en tidsfråga innan denna order kommer. En volymorder är normalt flera gånger större än utvecklingsordern, och vi ser därmed ett potentiellt ordervärde över 100 mkr. Utöver denna order anser vi att MilDef har goda chanser att få leverera till Sveriges och Danmarks senaste CV90-beställning, Danmarks uppgradering av över 200 Piranha-fordon, samt till Sveriges order av stridsfordon från Patria.

Estimatändring			Prognos (mkr)				Värde och risk			
	24e	25e	26e	2023	2024e	2025e	2026e	Motiverat värde	87,0 - 95,0 kr	
Totala intäkter	0,1%	0,0%	0,0%	1 151	1 208	1 413	1 622	Aktiekurs	70,0 kr	
EBITDA, just.	10,5%	1,4%	1,0%	Tillväxt	56%	5%	17%	15%	Riskenivå	Medel
EPS, just.	34,1%	-0,4%	-0,5%	EBITDA, just.	168	167	238	305	Kursutveckling 12 mån	
Kommande händelser			EBIT, just.	108	98	162	221			
Q3 - rapport	25 oktober 2024		EPS, just.	1,7	1,3	2,6	3,8			
Q4 - rapport	06 februari 2025		EPS-tillväxt, just.	353%	-22%	94%	47%			
Bolagsfakta (mkr)			EK/aktie	21,0	21,9	23,7	26,6			
Antal aktier	40m		Utdelning per aktie	0,0	0,5	0,8	1,0			
Börsvärde	2 790		EBIT-marginal	9,4%	8,1%	11,4%	13,6%			
Nettoskuld	268		ROE, just.	8,4%	6,2%	11,4%	15,2%			
EV	3 058		ROCE, just.	10,8%	8,8%	14,0%	18,1%			
Free float	72%		EV/Sales	2,4x	2,5x	2,2x	1,9x			
Daglig handelsvolym, snitt	61k		EV/EBITDA	16,5x	18,3x	12,9x	10,0x			
Bloomberg Ticker	MILDEF SS EQUITY		EV/EBIT	25,6x	31,3x	18,9x	13,8x	Intressekonflikter		
Analytiker			P/E, just.	38,4x	52,3x	26,9x	18,3x	Yes	No	
Hugo Lisjo			P/EK	3,1x	3,2x	2,9x	2,6x	Likviditetsgarant	✓	
hugo.lisjo@carnegie.se			Direktavkastning	0,0%	0,7%	1,1%	1,4%	Certified adviser	✓	
			FCF yield	0%	1%	3%	5%	Transaktioner 12m	✓	
			Nettoskuld/EBITDA	0,9x	0,9x	0,4x	0,0x			

Investment case

Militärens moderniserings- och digitaliseringsresa driver tillväxten för MilDef:

För att säkerställa en modernisering av NATO:s försvar ska minst 20% av anslagen hos dess medlemsländer öronmärkas för ny utrustning. Försvarsmakter världen över genomgår samtidigt en digitaliseringsresa som ökar efterfrågan och kraven på ruggade IT-system. 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 tydligt förhöjd geopolitisk risk och kraftiga ökning av försvarsbudgetar i Europa och NATO-länder. MilDefs starka ställning på den Nordiska marknaden underlättar fortsatt geografisk expansion samtidigt som de gynnas av ländernas nya höga investeringsnivå.

Ett välskött tillväxtbolag

MilDef har som mål att växa 25% per år inklusive förvärv. Bolaget har ett uttalat mål att fortsätta genomföra förvärv och vi anser att de på sikt har goda möjligheter till fler förvärv, trots ett antal lånefinansierade förvärv de senaste åren.

Bolagsbeskrivning

MilDef är en systemintegrator och fullspektrumleverantör av ruggad IT till försvar och säkerhet, samt statliga och kritiska infrastruktursektorer. De tillhandahåller hårdvara, mjukvara och tjänster för kritiska informationsflöden och system utvecklade för att fungera i extrema miljöer. Produkterna säljs till över 200 kunder genom egna bolag i Sverige, Norge, Finland, Danmark, Storbritannien, Tyskland, Schweiz, USA och Australien, samt genom partner nätverk i över 40 länder.

Sedan starten 1997 har MilDef utvecklats från att vara en distributör av ruggade bärbara datorer och surfplattor till ett systemhus med fokus på egenutvecklade produkter och relaterade tjänster. Vi bedömer att andelen egenutvecklade produkter nu är 60-70% av omsättningen. Norden är bolagets största marknad och utgör ungefär hälften av försäljningen, följt av Europa och USA som utgör ungefär en fjärdedel vardera. Viss försäljningen förekommer i andra delar av världen.

Värdering

Då orderboken är så pass lång som den är och marknaden är relativt stabil över tid samt kontracyklisk då 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 92 kr. Våra estimat inkluderar inte förvärv, och därför kan M&A bidra till ytterligare potential utöver vårt motiverade värde.

Motiverat värde

87-95 kr.

Kvartalet i korthet

Tre större avtal under kvartalet

De tre orderarna visar bolagets utveckling på olika sätt. Handhelds avtal med vad vi tror är Teledyne FLIR visar att synergierna mellan MilDef och Handheld ökat, både inom utveckling och försäljning. De ultraruggade 7-tums tablets som kommer att användas som styrdator för kundens nanodrönare är resultatet av utvecklingssynergier. Att Handheld vinner kunder inom den militära sektorn visar att försäljningssynergierna också finns där. Handheld har därmed under de senaste tre kvartalen vunnit två stora orderar med ett totalt värde av 136 mkr och bidrar positivt till koncernen.

Det andra avtalet var en avropsorder på ramavtalet med Bofors. Orderns värde uppgick till 52 mkr och leverans startar under 2025. Ordern omfattar IT-utrustning som displayer, datorer och switchar, samt reservdelar till befintliga system. Utrustningen är delvis utvecklad i samarbete med Bofors för att möta deras specifika krav. Detta är ett bra exempel på hur MilDef arbetar tillsammans med plattformstillverkare för att utveckla IT-system som uppfyller plattformens specifika krav.

Den tredje och sista ordern var från Estland och vanns tillsammans med en lokal partner. Detta är den enskilt största affären i Estland hittills. Ordern var värd 53 mkr och omfattar IT-system som ska monteras i pansarfordon. Vad som är intressant med denna order är att upphandlingen gick mycket snabbt och att leverans ska påbörjas redan under 2024. Det är positivt att bolaget adderar mer intäkter under 2024, samtidigt som det visar på deras flexibilitet, vilket ökar deras chanser att vinna kontrakt.

Nanodrönarna som vi tror att MilDefs styrdatorer kommer att användas till



Källa: Teledyne FLIR, Penser by Carnegie

Estland har beställt ca 200 6x6 stridsfordon från turkiska Otokar som vi tror att IT-systemen kommer att monteras i



Källa: Otokar, Penser by Carnegie

Byter till större och bättre anpassad produktionsanläggning för integrationsverksamheten

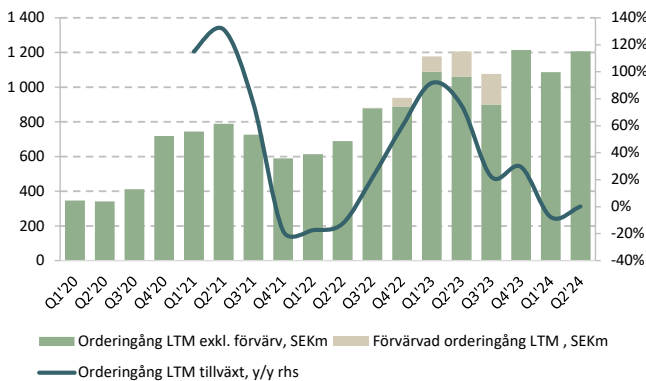
För att möta stigande efterfrågan och kunna ta sig an större projekt har MilDef tecknat avtal om nya, större och bättre anpassade lokaler för sin integrationsverksamhet. Den nya lokalen kommer att vara helt nybyggd och specifikt anpassad för MilDefs behov. Produktionsytan kommer att bli ungefär fyra gånger större och inkludera kontorslokaler, vilket innebär att MilDef kan konsolidera sina kontorslokaler i Stockholmsområdet. Därmed blir kostnadsökningen inte lika stor som om de bara hade adderat en ny produktionsanläggning.

Den nya lokalen signalerar att MilDef ser en fortsatt stark efterfrågan inom integrationsverksamheten. Det visar även för kunderna att MilDef framöver kan hantera större integrationsprojekt än tidigare. Med en produktionsyta som är fyra gånger större kan de hantera projekt av betydligt större omfattning eller arbeta på flera mindre projekt samtidigt, vilket de tidigare inte haft kapacitet för.

Viktigt att orderingen av mindre ordrar fortsätter att stiga

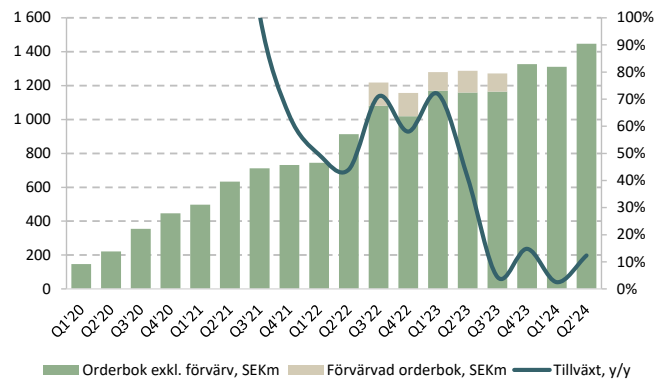
Kvartalets starka ordergång drevs av tre större ordrar samt en fortsatt ökning av mindre ordrar som inte pressmeddelats. De större ordererna kan variera mellan kvartalen, vilket vi såg i Q1'24. Därför är det för att få en rättvis bild bättre att betrakta den totala orderingen över en längre tidsperiod. De mindre ordererna, som visar den underliggande tillväxten, är lättare att följa kvartalsvis. Sedan starten av 2022 har den genomsnittliga orderingen av mindre ordrar uppgått till 191 mkr. Under Q2 uppgick dessa till 233 mkr, vilket indikerar att den underliggande orderingen fortsätter att öka.

Den starka orderingen under Q2 drevs av både större och mindre ordrar



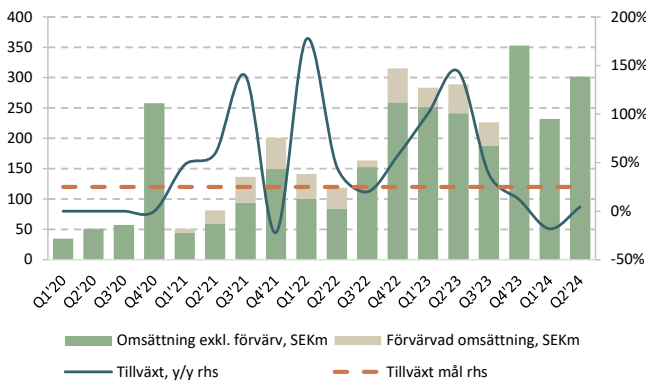
Källa: MilDef, Penser by Carnegie

Orderboken växer och visar på fortsatt god försäljning kommande år



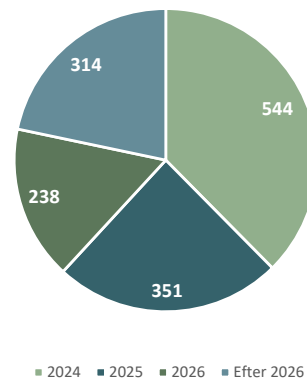
Källa: MilDef, Penser by Carnegie

Justerat för de extraordinära intäkterna i jämförelsekvartalet var den underliggande tillväxten 26%



Källa: MilDef, Penser by Carnegie

Stark orderbok för 2024, men något lägre för kommande året jämfört med samma period föregående år



Källa: MilDef, Penser by Carnegie

Avvikelser, prognosförändringar och prognoser

Både omsättning och marginal över våra förväntningar

Trots att bolaget har ökat sina kostnader för att möta framtida högre efterfrågan, var kostnaderna i nivå med föregående kvartal. Samtidigt var både omsättning och bruttomarginal klart högre än vi räknat med, vilket resulterade i en vinst som överträffade våra förväntningar. Tack vare effektiviseringar och en högre andel försäljning av egenutvecklade produkter har bruttomarginalen successivt stigit över tid och nådde under kvartalet rekordhöga 51,1%. Vi förväntar oss inte att MilDef kommer att uppnå denna höga bruttomarginal varje kvartal, utan att bruttomarginalen kommer att stabiliseras kring 50%.

Den höga vinsten återspeglar MilDefs skalbarhet

SEKm	2022				2023				2024		Penser by Carnegie		2024	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2a	Q2e	dev.	Q3e	Q4e
Nettoomsättning	141	119	164	315	283	289	227	353	232	302	275	9,7%	265	410
Bruttoresultat	67	58	83	145	128	145	113	170	112	154	135	14,3%	132	199
Bruttomarginal	47,1%	48,9%	50,9%	45,8%	45,3%	50,1%	50,0%	48,2%	48,4%	51,1%	49,0%	2,1pp	49,7%	48,6%
Tillväxt y/y	177,1%	45,8%	19,8%	57,1%	100,4%	143,7%	38,4%	11,9%	-18,1%	4,4%	-4,8%	9,2pp	17,2%	16,1%
Organisk	82,9%	4,2%	11,6%	29,4%	77,8%	104,4%	14,4%	11,9%	-18,1%	4,4%	-4,8%	9,2pp	17,2%	16,1%
Förvärvad	94,1%	41,6%	8,2%	27,7%	22,6%	39,3%	23,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0pp	0,0%	0,0%
EBITDA	6	-10	20	43	34	48	27	60	9	54	36	49,4%	35	70
EBITDA-marg.	4,5%	-8,1%	12,2%	13,8%	12,0%	16,5%	11,7%	17,0%	3,7%	17,8%	13,1%	4,7pp	13,0%	17,1%
EBIT	0	-15	13	32	22	34	11	41	-7	34	20	72,7%	18	52
EBIT-marg.	0,1%	-12,7%	7,6%	10,0%	7,7%	11,6%	5,0%	11,7%	-3,0%	11,3%	7,2%	4,1pp	6,9%	12,7%
Finansiellt netto	-1	0	-5	-4	-4	-5	-6	-5	-7	-5	-9	-	-9	-8
Inkomstskatt	1	2	-1	-7	-2	-7	0	-11	2	-6	-2	-	-2	-9
Nettoresultat	0	-13	7	21	16	21	6	26	-12	23	8	185,9%	7	35
EPS, justerad (kr)	0,01	-0,36	0,18	0,51	0,40	0,53	0,14	0,63	-0,29	0,58	0,20	185,9%	0,18	0,86

Källa: MilDef, Penser by Carnegie

Höjer marginalförväntningarna och behåller våra omsättningsestimater för helåret

Vi höjer våra marginalförväntningar och behåller våra omsättningsprognoser intakta. Denna justering baseras på kvartalets starka utveckling samt på att kostnadsökningen var lägre än förväntat. Som ett resultat genomför vi mindre kostnadsänkningar för det andra halvåret.

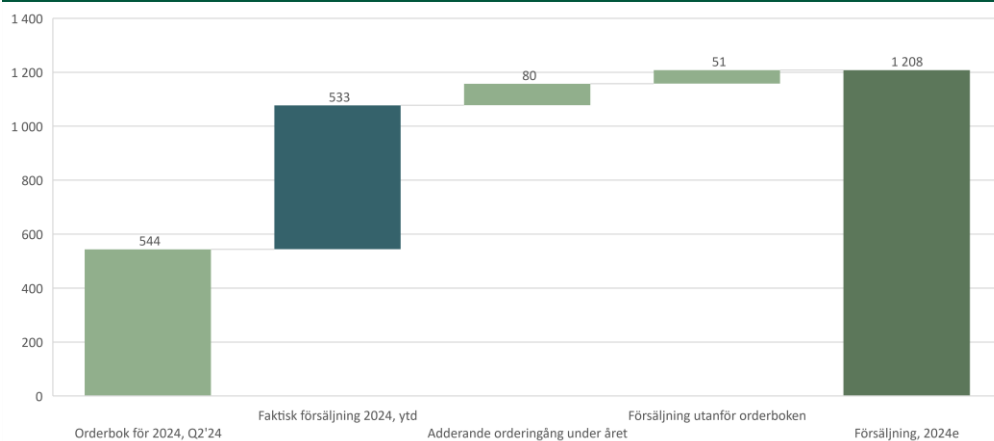
Lägre kostnader gör att vi höjer marginalförväntningarna

SEKm	Nya prognoser				Gamla prognoser			Förändring (%)		
	2023	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e
Nettoomsättning	1 151	1 208	1 413	1 622	1 208	1 413	1 623	0,1%	0,0%	0,0%
Kostnad sålda varor	-595	-611	-716	-816	-617	-716	-816	-1,0%	0,0%	0,0%
Bruttoresultat	556	597	697	806	591	696	806	1,1%	0,0%	0,0%
Bruttomarginal	48,3%	49,4%	49,3%	49,7%	48,9%	49,3%	49,7%	0,5pp	0,0pp	0,0pp
Försäljningskostnader	-283	-304	-340	-364	-315	-340	-364	-3,5%	0,0%	0,0%
Administrationskostnader	-86	-102	-110	-119	-101	-110	-119	1,2%	0,3%	0,3%
Forsknings- och utvecklingskostnader	-81	-91	-87	-104	-88	-86	-104	3,0%	0,5%	0,6%
Övriga rörelseintäkter/-kostnader	1	-2	2	2	-1	2	2	n.m.	0,0%	0,0%
EBITDA, justerad	168	167	238	305	151	235	302	10,5%	1,4%	1,0%
Just. EBITDA-marginal	14,6%	13,8%	16,8%	18,8%	12,5%	16,6%	18,6%	1,3pp	0,2pp	0,2pp
Totala av-/nedskrivningar	-60	-69	-76	-84	-66	-72	-80	5,2%	5,2%	5,2%
EBIT, justerad	108	98	162	221	85	162	222	14,6%	-0,3%	-0,4%
Just. EBIT-marginal	9,4%	8,1%	11,4%	13,6%	7,1%	11,5%	13,7%	1,0pp	0,0pp	-0,1pp
Finansiellt netto	-20	-29	-29	-26	-33	-29	-26	-13,3%	0,1%	0,2%
Inkomstskatt	-20	-15	-28	-41	-12	-28	-41	26,3%	-0,4%	-0,5%
Periodens nettoresultat, justerad	69	54	105	154	40	105	155	34,1%	-0,4%	-0,5%

Källa: Penser by Carnegie

Anledningen till att vi håller våra intäktsprognoser för året intakta är att våra estimat motsvarar en orderingsökning för innevarande år på 80 mkr under andra halvåret. Med tanke på de relativt långa ledtiderna inom branschen anser vi det osannolikt att MilDef kommer att addera mycket mer än 80 mkr i försäljning under årets två sista kvartal. Orderingsöknings under andra halvåret kommer snarare att påverka orderboken för 2025 och framåt.

Intäktsbrygga för 2024



Källa: Penser by Carnegie

Eftersom vi behåller våra helårsprognoser oförändrade och omsättningen i Q2 var högre än förväntat, justerar vi ned tillväxtprognosen för Q4 marginellt. Vi hade förväntat oss att en del av omsättningen från det andra kvartalet skulle realiseras i Q4. Därför justerar vi våra omsättningsprognoser för Q4 nedåt med ett belopp som motsvarar hur mycket omsättningen under Q2 överträffade våra förväntningar.

Historisk utveckling och kvartalsestimat för 2024

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	Q2'24	Q3'24e	Q4'24e
Nettoomsättning	51	81	137	201	141	119	164	315	283	289	227	353	232	302	265	410
Kostnad sålda varor	-34	-43	-76	-108	-75	-61	-80	-171	-155	-144	-113	-183	-120	-148	-133	-211
Bruttoresultat	18	39	61	93	67	58	83	145	128	145	113	170	112	154	132	199
Försäljningskostnader	-17	-23	-33	-42	-42	-43	-42	-79	-67	-67	-63	-85	-71	-70	-69	-94
Administrationskostnader	-15	-15	-16	-13	-15	-16	-16	-21	-20	-21	-18	-26	-25	-25	-24	-29
Forsknings- och utvecklingskostnader	-10	-12	-9	-9	-9	-11	-10	-19	-19	-21	-18	-23	-22	-24	-21	-25
Övriga rörelseintäkter/-kostnader	1	0	-1	0	0	-3	-3	6	0	-2	-2	6	-2	-1	1	1
EBIT, justerad	-19	-7	7	28	0	-15	13	32	22	34	11	41	-7	34	18	52
Jämförelsestörande poster	-4	-3	-4	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBIT	-23	-11	2	28	0	-15	13	32	22	34	11	41	-7	34	18	52
Finansiellt netto	-1	2	-2	-1	-1	0	-5	-4	-4	-5	-6	-5	-7	-5	-9	-8
Inkomstskatt	5	5	1	-7	1	2	-1	-7	-2	-7	0	-11	2	-6	-2	-9
Nettoresultat	-19	-4	1	21	0	-13	7	21	16	21	6	26	-12	23	7	35
Nettoresultat, justerad	-16	0	6	21	0	-13	7	21	16	21	6	26	-12	23	7	35
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	0,58	0,18	0,86
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%	4,4%	17,2%	16,1%
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%	4,4%	17,2%	16,1%
Förvärvat	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%	51,1%	49,7%	48,6%
Just. EBITDA-marg.	-29,0%	-3,0%	10,9%	17,2%	4,5%	-8,1%	12,2%	13,8%	12,0%	16,5%	11,7%	17,0%	3,7%	17,8%	13,0%	17,1%
EBITDA-marg.	-36,3%	-7,1%	7,7%	17,2%	4,5%	-8,1%	12,2%	13,8%	12,0%	16,5%	11,7%	17,0%	3,7%	17,8%	13,0%	17,1%
Just. EBIT-marg.	-37,6%	-8,7%	4,9%	14,1%	0,1%	-12,7%	7,6%	10,0%	7,7%	11,6%	5,0%	11,7%	-3,0%	11,3%	6,9%	12,7%
EBIT-marg.	-44,9%	-12,9%	1,7%	14,1%	0,1%	-12,7%	7,6%	10,0%	7,7%	11,6%	5,0%	11,7%	-3,0%	11,3%	6,9%	12,7%

Källa: MilDef, Penser by Carnegie

Värdering

Då orderboken är relativt lång och marknaden är tydligt växande under många år, samt kontracyklisk då 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 92 kr. Våra estimat inkluderar inte förvärv, som kan addera ytterligare värde.

DCF – antaganden och slutsatser

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	1 231	Riskfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	2 754	Riskpremium	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	15,0%
Företagsvärde (EV)	3 985	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	WACC	8,5%	Rörelsekapital, % av omsättning	33,5%
Eget kapital	3 716			Skattesats	22%
Antal utstående aktier, full utspädning	40				
Eget kapital per aktie	92				

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%
	7,5%	99	107	117	129	144		7,5%	78	97	117	136	155
	8,0%	89	96	103	112	124		8,0%	70	86	103	120	137
WACC	8,5%	81	86	92	100	108	WACC	8,5%	63	77	92	107	122
	9,0%	74	78	83	89	96		9,0%	57	70	83	96	110
	9,5%	68	71	76	80	86		9,5%	52	64	76	87	99

Källa: Penser by Carnegie

Resultaträkning

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoomsättning	334	400	470	739	1 151	1 208	1 413	1 622
Kostnad sålda varor	-209	-216	-260	-387	-595	-611	-716	-816
Bruttoresultat	125	184	210	352	556	597	697	806
Försäljningskostnader	-54	-56	-114	-206	-283	-304	-340	-364
Administrationskostnader	-20	-36	-59	-67	-86	-102	-110	-119
R&D-kostnader	-26	-33	-40	-49	-81	-91	-87	-104
Övriga rörelsekostnader	11	16	36	30	61	67	78	86
EBITDA	36	70	21	60	168	167	238	305
Jämförelsestörande poster	0	-4	-12	0	0	0	0	0
EBITDA, justerad	36	75	32	60	168	167	238	305
Avskrivningar	-5	-6	-13	-15	-28	-30	-33	-36
EBITA, justerad	31	69	20	45	140	137	205	269
Avskrivningar immateriella tillgångar	-6	-6	-11	-16	-32	-39	-43	-48
EBIT	25	59	-3	29	108	98	162	221
EBIT, justerad	25	63	9	29	108	98	162	221
Finansnetto	0	-2	-2	-10	-20	-29	-29	-26
Resultat före skatt	25	57	-5	19	88	69	133	195
Resultat före skatt, justerad	25	61	6	19	88	69	133	195
Total skatt	-6	-13	5	-5	-20	-15	-28	-41
Nettoresultat	19	44	-1	14	69	54	105	154
Nettoresultat, justerad	19	49	11	14	69	54	105	154
Omsättningsstillväxt	Neg.	20%	17%	57%	56%	5%	17%	15%
Bruttomarginal	37,4%	45,9%	44,7%	47,7%	48,3%	49,4%	49,3%	49,7%
EBIT-marginal, justerad	7,5%	15,7%	1,8%	4,0%	9,4%	8,1%	11,4%	13,6%
EPS, justerad	0,82	2,09	0,37	0,38	1,71	1,34	2,60	3,83
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	156%	-82%	3%	353%	-22%	94%	47%

Källa: MilDef Group, Penser by Carnegie

Kassaflödesanalys

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EBIT	25	59	-3	29	108	98	162	221
Övriga kassaflödesposter	3	-5	12	17	37	12	19	17
Förändringar i rörelsekapital	-36	10	-66	-123	-90	-38	-43	-58
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-8	64	-57	-77	54	72	138	180
Investeringar i anläggningstillgångar	-1	-5	-11	-5	-14	-14	-14	-16
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-2	-4	-6	-13	-32	-24	-32	-37
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-3	-9	-17	-18	-46	-37	-47	-53
Fritt kassaflöde	-11	55	-74	-95	9	34	92	127
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	17	0	0
Utdelningar	-6	-9	-17	-27	0	-20	-30	-40
Övriga poster	-4	-5	-9	-11	-21	-23	-23	-23
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	-9	-14	194	-18	16	-26	-53	-63
Kassaflöde	-20	41	120	-113	24	9	39	64
Nettoskuld	62	20	-99	80	153	153	92	5

Källa: MilDef Group, Penser by Carnegie

Balansräkning

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
TILLGÅNGAR								
Goodwill	0	0	285	599	576	574	574	574
Övriga immateriella tillgångar	8	3	1	0	0	0	0	0
Materiella anläggningstillgångar	2	7	15	17	22	25	30	31
Övriga anläggningstillgångar	82	80	76	156	179	152	118	85
Summa anläggningstillgångar	92	89	377	772	777	751	721	691
Varulager	47	57	86	237	290	302	339	389
Kundfordringar	126	161	136	255	285	274	324	365
Övriga omsättningstillgångar	12	13	41	70	93	127	127	127
Likvida medel och kortfristiga placeringar	9	47	169	60	82	93	131	195
Summa omsättningstillgångar	193	279	432	622	749	796	921	1 077
SUMMA TILLGÅNGAR	285	368	808	1 394	1 526	1 547	1 642	1 768
EGET KAPITAL OCH SKULDER								
Eget kapital	101	133	568	788	845	882	957	1 071
Summa eget kapital	101	133	568	788	845	882	957	1 071
Långfristiga leasingsskulder	66	59	52	71	76	56	33	10
Övriga långfristiga skulder	6	9	55	210	165	160	160	160
Summa långfristiga skulder	72	68	107	281	242	215	192	169
Kortfristiga räntebärande skulder	0	0	10	53	131	164	164	164
Leverantörsskulder	44	63	40	105	114	98	115	140
Kortfristiga leasingsskulder	5	8	9	16	27	27	27	27
Övriga kortfristiga skulder	63	96	75	151	167	161	188	196
Summa kortfristiga skulder	112	167	133	326	440	449	493	527
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	285	368	808	1 394	1 526	1 547	1 642	1 768

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%	-1%	43%	28%
EBIT-tillväxt, justerad	Neg.	153%	-86%	240%	270%	-10%	66%	37%
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	156%	-82%	3%	353%	-22%	94%	47%
Bruttomarginal	37,4%	45,9%	44,7%	47,7%	48,3%	49,4%	49,3%	49,7%
EBITDA-marginal	10,7%	17,6%	4,4%	8,1%	14,6%	13,8%	16,8%	18,8%
EBITDA-marginal, justerad	10,7%	18,6%	6,9%	8,1%	14,6%	13,8%	16,8%	18,8%
EBIT-marginal	7,5%	14,7%	Neg.	4,0%	9,4%	8,1%	11,4%	13,6%
EBIT-marginal, justerad	7,5%	15,7%	1,8%	4,0%	9,4%	8,1%	11,4%	13,6%
Vinst-marginal, justerad	5,7%	12,1%	2,3%	1,9%	6,0%	4,5%	7,4%	9,5%

Källa: MilDef Group, Penser by Carnegie

Avkastning

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
ROE, justerad	Neg.	42%	3%	2%	8%	6%	11%	15%
ROCE, justerad	Neg.	34%	2%	4%	11%	9%	14%	18%
ROIC, justerad	Neg.	40%	3%	4%	12%	10%	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%	23%	23%	23%
Leverantörsskulder / KSV	21%	29%	15%	27%	19%	16%	16%	17%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	38%	51%	30%	48%	45%	43%	42%	40%
Rörelsekapital / totala intäkter	23%	18%	32%	41%	34%	37%	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	153	92	5
Soliditet	36%	36%	70%	57%	55%	57%	58%	61%
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	0,9x	0,4x	0,0x

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	1,34	2,60	3,83
EPS, justerad	0,82	2,09	0,37	0,38	1,71	1,34	2,60	3,83
FCF per aktie	-0,46	2,36	-2,52	-2,53	0,22	0,85	2,27	3,15
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	21,9	23,7	26,6
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	85,6x	33,5x	100x	100x	38,4x	52,3x	26,9x	18,3x
P/EK	16,1x	12,3x	2,7x	3,9x	3,1x	3,2x	2,9x	2,6x
P/FCF	Neg.	29,6x	Neg.	Neg.	100x	82,2x	30,8x	22,2x
FCF-yield	Neg.	3%	Neg.	Neg.	0%	1%	3%	5%
Direktavkastning	0,5%	1,1%	1,4%	0,9%	0,0%	0,7%	1,1%	1,4%
Utdelningsandel, justerad	45,9%	35,9%	>100%	>100%	0,0%	37,4%	28,8%	26,1%
EV/Sales	Neg.	Neg.	3,8x	4,5x	2,4x	2,5x	2,2x	1,9x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	55,9x	55,0x	16,5x	18,3x	12,9x	10,0x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	100x	100x	25,6x	31,3x	18,9x	13,8x
EV	Neg.	Neg.	1 804	3 301	2 768	3 058	3 058	3 058
Aktiekurs	70,0	70,0	52,3	80,8	65,6	70,0	70,0	70,0

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 företagets 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, analytikerns rapporteringslinjer och analytikerns 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 analytikerns 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, 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