



Penser Access by Carnegie

Försvarsindustri | Sverige | 27 oktober 2024

MilDef Group

Q3 bekräftar MilDefs starka utveckling – Q3 review

Stark orderbok för 2024 gör att vi behåller våra omsättningsestimater

Under det tredje kvartalet fortsatte MilDef att utvecklas väl. Omsättningen var något under våra förväntningar, men vinsten överträffade dem tydligt. Vi hade underskattat säsongeffekten, vilket förklarar den lägre omsättningen i Q3'24. Däremot var ordervärdet som kvarstår att levereras under 2024 högre än förväntat. Våra prognoshöjningar för omsättningen i Q4'24e motsvarar således denna kvartalsavvikelse, vilket gör att vi behåller våra försäljningsprognoser för helåret så gott som oförändrade. EBIT-marginalen på 8,7% var betydligt högre än vår förväntan på 6,9%, vilket helt beror på lägre rörelsekostnader än vi räknat med. De lägre kostnaderna beror främst på effektiv kostnadskontroll, vilket är positivt för marginalen på sikt.

Vi ser optimistiskt på MilDefs tillväxtmöjligheter

Vi gör endast mindre justeringar till följd av kvartalet. Den största förändringen är att bolaget har amorterat drygt hälften av den kortfristiga räntebärande skulden, vilket minskar de finansiella kostnaderna. Utöver detta ser vi ingen anledning att göra några större förändringar. Vi är fortsatt optimistiska till MilDefs tillväxtmöjligheter. Bara de senaste veckorna har vi sett flera positiva nyheter som bör gynna MilDef. Exempelvis har Litauen meddelat att de undersöker möjligheten att köpa 100 CV90, dit MilDef kan leverera hårdvara för en cybersäkerhetslösning i samarbete med Clavister, samt sina egna IT-system. Vi har också noterat att Teledyne FLIR, som vi tror är MilDefs partner inom nanodronare, nyligen fick ytterligare order på nanodronare, vilken vi uppskattar kan vara värd cirka 60 miljoner kronor för MilDef.

Höjer vårt motiverade värde till 90–97 kr per aktie

I och med att vi förväntar oss en högre vinst än tidigare ökar värderingen, och vi höjer därmed vårt motiverade värde till 90–97 kr per aktie från tidigare 87–95 kr. Vi noterar att MilDef värderas i den övre delen av spannet för europeiska försvarsbolag, vilket vi anser är motiverat i nuläget. Dels för att MilDef utvecklas väl och är ett välskött bolag med starka finanser, och dels för att den ökande mognaden inom försvarsmarknaden gynnar MilDef. En annan viktig aspekt är att MilDef inte producerar politiskt känsliga produkter, vilket innebär att deras försäljning inte är beroende av internationella politiska relationer.

Estimatändring			Prognos (mkr)				Värde och risk				
	24e	25e	26e	2023	2024e	2025e	2026e	Motiverat värde	90,0 - 97,0 kr		
Totala intäkter	-0,2%	-0,2%	-0,1%	1 151	1 206	1 410	1 620	Aktiekurs	90,1 kr		
EBITDA, just.	3,3%	0,5%	0,3%	Tillväxt	56%	5%	17%	15%	Riskenivå	Medel	
EPS, just.	23,9%	8,1%	6,4%	EBITDA, just.	168	172	239	306	Kursutveckling 12 mån		
Kommande händelser			EBIT, just.	108	103	162	222				
Q4 - rapport			EPS, just.	1,7	1,7	2,8	4,1	Intressekonflikter			
06 februari 2025			EPS-tillväxt, just.	353%	-3%	70%	45%	Yes No			
Bolagsfakta (mkr)			EK/aktie	21,0	22,1	24,2	27,2	Likviditetsgarant	✓		
Antal aktier	40m			Utdelning per aktie	0,0	0,5	0,8	1,0	Certified adviser	✓	
Börsvärde	3 598			EBIT-marginal	9,4%	8,5%	11,5%	13,7%	Transaktioner 12m	✓	
Nettoskuld	224			ROE, just.	8,4%	7,7%	12,2%	15,8%			
EV	3 821			ROCE, just.	10,8%	9,7%	15,2%	19,3%			
Free float	72%			EV/Sales	2,4x	3,2x	2,7x	2,4x			
Daglig handelsvolym, snitt	108k			EV/EBITDA	16,5x	22,2x	16,0x	12,5x			
Bloomberg Ticker	MILDEF SS EQUITY			EV/EBIT	25,6x	37,2x	23,5x	17,2x			
Analytiker			P/E, just.	38,4x	54,4x	32,1x	22,1x				
Hugo Lisjo				P/EK	3,1x	4,1x	3,7x	3,3x			
hugo.lisjo@carnegie.se				Direktavkastning	0,0%	0,6%	0,8%	1,1%			
			FCF yield	0%	2%	2%	4%				
			Nettoskuld/EBITDA	0,9x	0,7x	0,5x	0,2x				

Investment case

Militärens moderniserings- och digitaliseringsresa driver tillväxten för MilDef: För att säkerställa en modernisering av Natos 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 ökningar av försvarsbudgetar i Europa och Nato-länder. MilDefs starka ställning på den nordiska marknaden underlättar fortsatt geografisk expansion samtidigt som bolaget gynnas av ländernas nya högre investeringsnivå.

Ett välskött tillväxtbolag: MilDef har som mål att växa 25% per år, inklusive förvärv. Vi tror att bolaget har goda möjligheter att klara förvärven, trots lånefinansieringen de senaste åren.

Bolagsbeskrivning

MilDef är en systemintegrator och fullspektrumleverantör av ruggad IT till försvar och säkerhet samt till statliga och kritiska infrastruktursektorer. De tillhandahåller hårdvara, mjukvara och tjänster för 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 partnersätverk 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 94 kr. Våra estimat inkluderar inte förvärv, och därför kan M&A bidra till ytterligare potential utöver vårt motiverade värde.

Motiverat värde

90–97 kr.

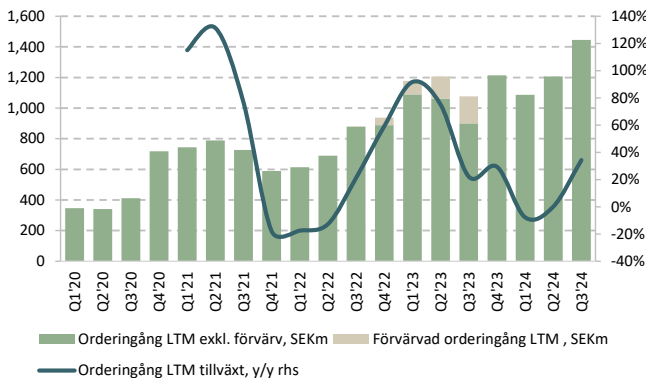
Kvartalet i korthet

Det viktiga orderboksvärdet för 2025 mötte våra förväntningar

Orderingången under kvartalet var rekordstark och uppgick till 415 mkr, vilket innebär att Q3'24 blev det andra kvartalet i rad där MilDef nådde en orderingång över 400 mkr. Av detta var 253 mkr tillkännagivet via pressmeddelanden, medan 170 mkr utgjorde den icke tillkännagivna orderingången. De 170 mkr är under det historiska snittet på 190 mkr sedan Q1'22. Eftersom det tredje kvartalet innefattar en semesterperiod är det naturligt att orderingången är något lägre. Dessutom offentliggjorde bolaget under kvartalet flera order under 30 mkr, vilket de vanligtvis inte gör. Hade en av dessa mindre order inte offentliggjorts hade den icke tillkännagivna orderingången legat över snittet. Vi ser därmed inga problem med detta.

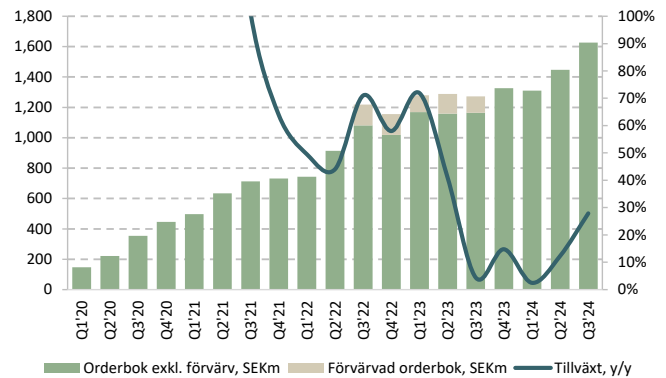
Inför rapporten var vi oroade över storleken på orderboken för 2025, då värdet efter Q2'24-rapporten var lågt. Den starka orderingången under kvartalet har lett till att orderbokens värde för kommande år är 11% högre än vid samma period föregående år. Vi räknar med en tillväxt på 17% under 2025 och känner oss fortsatt trygga med att MilDef kommer att uppnå detta. Senaste kvartalens höga orderingång indikerar att MilDef möter efterfrågan. Vi anser därmed att bolaget under de kommande tre månaderna kommer att generera en orderingång tillräcklig för att nå våra estimat.

MilDef har haft tydligt förbättrad efterfrågan de senaste två kvartalen



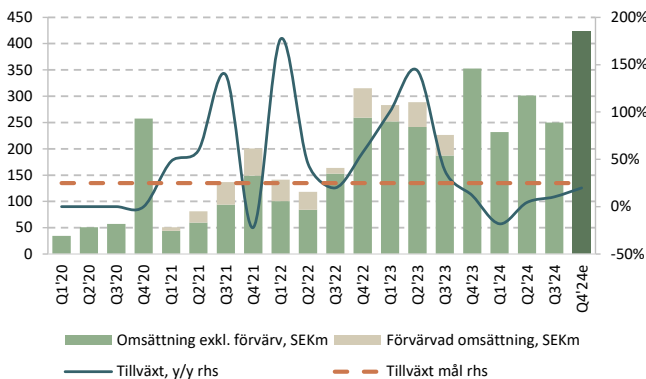
Källa: MilDef, Penser by Carnegie

Visibiliteten för framtida tillväxt förbättras när värdet av orderboken stiger



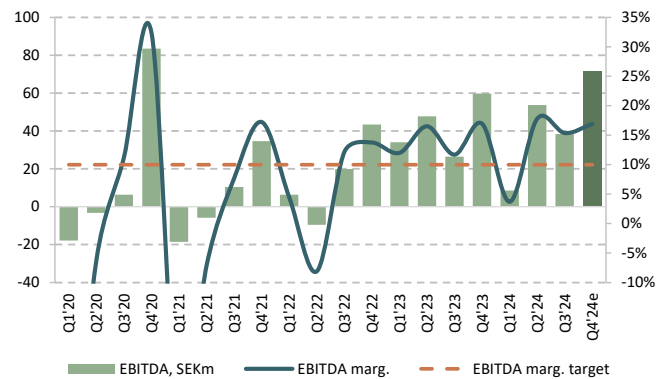
Källa: MilDef, Penser by Carnegie

Med den starka orderboken för 2024 förväntar vi oss ett rekordkvartal Q4'24e



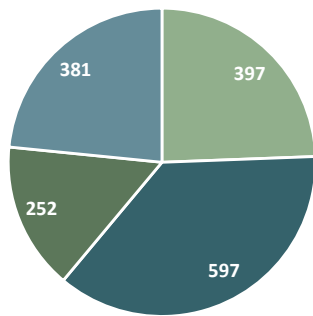
Källa: MilDef, Penser by Carnegie

MilDef uppvisar fortsatt god kostnadskontroll vilket återspeglas i en successivt förbättrad marginal



Källa: MilDef, Penser by Carnegie

Vi anser att rapportens viktigaste siffra, orderboken 2025, bekräftar våra tillväxtförväntningar



■ 2024 ■ 2025 ■ 2026 ■ Efter 2026

Källa: MilDef, Penser by Carnegie

Avvikelser, prognosförändringar och prognoser

Tydligt förbättrad vinst

Omsättningen var lägre än vi hade räknat med, vilket först var en besvikelse då jämförelsetalen var relativt enkla. Men eftersom orderboken för 2024 överträffade våra förväntningar, visar det att vi underskattade säsongsvariationerna. Trots den lägre omsättningen var vinsten högre än förväntat. En liten del av detta beror på en högre bruttomarginal, men den främsta orsaken var lägre rörelsekostnader än beräknat. Detta visar på god kostnadskontroll och att MilDef kan expandera sin verksamhet utan att kostnaderna ökar i samma omfattning.

Omsättningen påverkades mer av säsongsvariationen än vi räknat med

SEKm	2022				2023				2024		Penser by Carnegie			2024
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3a	Q3e	dev.	Q4e
Nettoomsättning	141	119	164	315	283	289	227	353	232	302	250	265	-5.8%	423
Bruttoresultat	67	58	83	145	128	145	113	170	112	154	125	132	-5.3%	205
Bruttomarginal	47.1%	48.9%	50.9%	45.8%	45.3%	50.1%	50.0%	48.2%	48.4%	51.1%	50.0%	49.7%	0.3pp	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%	10.3%	17.2%	-6.8pp	19.8%
Organisk	82.9%	4.2%	11.6%	29.4%	77.8%	104.4%	14.4%	11.9%	-18.1%	4.4%	10.3%	17.2%	-6.8pp	19.8%
Förvärvad	94.1%	41.6%	8.2%	27.7%	22.6%	39.3%	23.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0pp	0.0%
EBITDA	6	-10	20	43	34	48	27	60	9	54	38	35	11.0%	72
EBITDA-marg.	4.5%	-8.1%	12.2%	13.8%	12.0%	16.5%	11.7%	17.0%	3.7%	17.8%	15.4%	13.0%	2.3pp	16.9%
EBIT	0	-15	13	32	22	34	11	41	-7	34	22	18	19.3%	54
EBIT-marg.	0.1%	-12.7%	7.6%	10.0%	7.7%	11.6%	5.0%	11.7%	-3.0%	11.3%	8.7%	6.9%	1.8pp	12.7%
Finansiellt netto	-1	0	-5	-4	-4	-5	-6	-5	-7	-5	-1	-9	-	-6
Inkomstskatt	1	2	-1	-7	-2	-7	0	-11	2	-6	-4	-2	-	-10
Nettoresultat	0	-13	7	21	16	21	6	26	-12	23	17	7	131.3%	38
EPS, justerad (kr)	0.01	-0.36	0.18	0.51	0.40	0.53	0.14	0.63	-0.29	0.58	0.43	0.18	131.3%	0.94

Källa: MilDef, Penser by Carnegie

Höjer våra vinstförväntningar

Vi gör inga större förändringar till följd av kvartalets utveckling. Den främsta justeringen är att vi sänker de finansiella kostnaderna, eftersom MilDef amorterade 85 mkr av sina räntebärande skulder under kvartalet. Utöver detta genomför vi endast mindre finjusteringar.

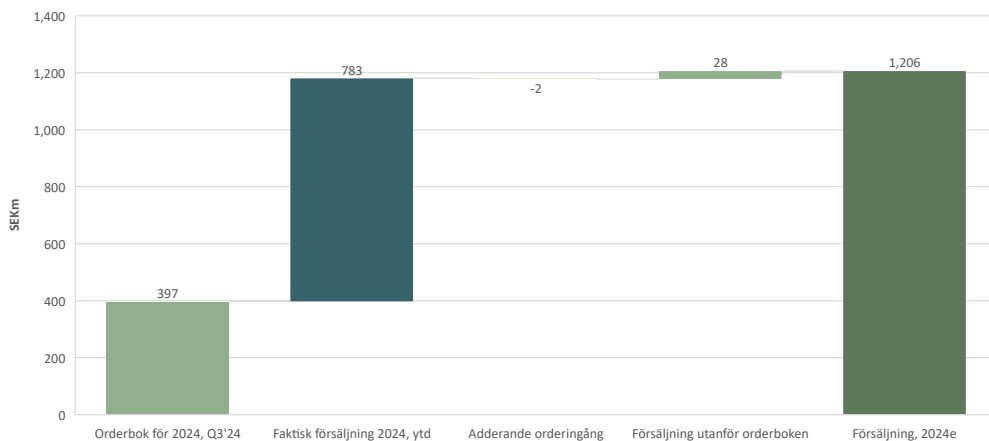
MilDef amorterade 85 mkr under kvartalet, varför vi minskar de finansiella kostnaderna kommande år

SEKm	Nya prognoser				Gamla prognoser			Förändring (%)		
	2023	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e
Nettoomsättning	1,151	1,206	1,410	1,620	1,208	1,413	1,622	-0.2%	-0.2%	-0.1%
Kostnad sålda varor	-595	-609	-715	-815	-611	-716	-816	-0.3%	-0.1%	-0.1%
Bruttoresultat	556	597	695	805	597	697	806	-0.1%	-0.2%	-0.2%
Bruttomarginal	48.3%	49.5%	49.3%	49.7%	49.4%	49.3%	49.7%	0.0pp	0.0pp	0.0pp
Försäljningskostnader	-283	-300	-339	-363	-304	-340	-364	-1.5%	-0.4%	-0.2%
Administrationskostnader	-86	-107	-110	-118	-102	-110	-119	4.3%	-0.4%	-0.3%
Forsknings- och utvecklingskostnader	-81	-88	-86	-104	-91	-87	-104	-3.6%	-0.5%	-0.6%
Övriga rörelseintäkter/-kostnader	1	0	2	2	-2	2	2	n.m.	0.0%	0.0%
EBITDA, justerad	168	172	239	306	167	238	305	3.3%	0.5%	0.3%
Just. EBITDA-marginal	14.6%	14.3%	16.9%	18.9%	13.8%	16.8%	18.8%	0.5pp	0.1pp	0.1pp
Totala av-/nedskrivningar	-60	-70	-76	-84	-69	-76	-84	0.4%	0.4%	0.4%
EBIT, justerad	108	103	162	222	98	162	221	5.3%	0.5%	0.3%
Just. EBIT-marginal	9.4%	8.5%	11.5%	13.7%	8.1%	11.4%	13.6%	0.4pp	0.1pp	0.1pp
Finansiellt netto	-20	-18	-19	-14	-29	-29	-26	-37.3%	-34.3%	-45.8%
Inkomstskatt	-20	-18	-30	-44	-15	-28	-41	19.8%	8.1%	6.4%
Periodens nettoresultat, justerad	69	67	113	164	54	105	154	23.9%	8.1%	6.4%

Källa: Penser by Carneige

Anledningen till att vi behåller våra intäktsprognoser för helåret är att orderbokens värde för leverans under 2024 översteg våra förväntningar. Eftersom leveranskedjorna nu fungerar som de ska, förväntar vi oss att MilDef i princip kommer att leverera hela orderboksvärdet för 2024 under Q4'24e. Utöver detta räknar vi med att mjukvaru- och installationsverksamheten genererar ytterligare 28 mkr. Våra prognoser för Q4'24e motsvarar ett rekordkvartal både i omsättning och vinstmarginal.

Intäktsbrygga för 2024



Källa: Penser by Carnegie

Den justering vi gör för omsättningen är att vi höjer våra förväntningar för Q4'24e med ungefär samma belopp som omsättningen i Q3'24 låg under våra tidigare prognoser.

Vi räknar med ett historiskt stark avslutning på 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	Q3'24	Q4'24e
Nettoomsättning	51	81	137	201	141	119	164	315	283	289	227	353	232	302	250	423
Kostnad sålda varor	-34	-43	-76	-108	-75	-61	-80	-171	-155	-144	-113	-183	-120	-148	-125	-217
Bruttoresultat	18	39	61	93	67	58	83	145	128	145	113	170	112	154	125	205
Försäljningskostnader	-17	-23	-33	-42	-42	-43	-42	-79	-67	-67	-63	-85	-71	-70	-61	-97
Administrationskostnader	-15	-15	-16	-13	-15	-16	-16	-21	-20	-21	-18	-26	-25	-25	-27	-30
Forsknings- och utvecklingskostnader	-10	-12	-9	-9	-9	-11	-10	-19	-19	-21	-18	-23	-22	-24	-17	-25
Övriga rörelseintäkter/-kostnader	1	0	-1	0	0	-3	-3	6	0	-2	6	6	-2	-1	3	1
EBIT, justerad	-19	-7	7	28	0	-15	13	32	22	34	11	41	-7	34	22	54
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	22	54
Av-/nedskrivningar på immateriella tillgångar	-2	-2	-5	-3	-3	-3	-3	-7	-7	-7	-8	-11	-8	-12	-9	-10
EBITA, justerad	-18	-6	12	31	3	-12	16	38	29	41	19	52	1	46	31	64
Finansiellt netto	-1	2	-2	-1	-1	0	-5	-4	-4	-5	-6	-5	-7	-5	-1	-6
Inkomstskatt	5	5	1	-7	1	2	-1	-7	-2	-7	0	-11	2	-6	-4	-10
Nettoresultat, justerad	-16	0	6	21	0	-13	7	21	16	21	6	26	-12	23	17	38
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	0.43	0.94
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%	10.3%	19.8%
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%	10.3%	19.8%
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%	51.1%	50.0%	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%	15.4%	16.9%
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%	15.4%	16.9%
Just. EBITA-marg.	-34.3%	-6.8%	8.5%	15.4%	2.2%	-10.3%	9.5%	12.2%	10.1%	14.1%	8.3%	14.7%	0.5%	15.4%	12.4%	15.1%
EBITA-marg.	-48.2%	-14.9%	-1.9%	12.7%	-1.9%	-15.0%	5.8%	7.8%	5.3%	9.1%	1.7%	14.7%	0.5%	15.4%	12.4%	15.1%
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%	8.7%	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%	8.7%	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 94 kr. Våra estimat inkluderar inte förvärv, som kan addera ytterligare värde.

DCF – antaganden och slutsatser

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	1,230	Riskfri ränta	2.5%	Långsiktig tillväxt	3.0%
Nuvärdet av terminalvärde	2,801	Riskpremium	5.5%	Långsiktig EBIT-marginal	15.0%
Företagsvärde (EV)	4,030	Småbolagspremie	0.0%	Avskrivningar, % av omsättning	3.0%
Nettoskuld, senast rapporterad	224	Extra risk-premie	0.5%	Capex, % av omsättning	3.0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	WACC	8.5%	Rörelsekapital, % av omsättning	35.0%
Eget kapital	3,807			Skattesats	22%
Antal utstående aktier, full utspädning	40				
Eget kapital per aktie	94				

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%	101	109	119	131	147	WACC	7.5%	80	99	119	138	158
	8.0%	91	98	105	115	126		8.0%	71	88	105	123	140
	8.5%	83	88	94	102	111		8.5%	64	79	94	110	125
	9.0%	76	80	85	91	98		9.0%	58	72	85	99	112
	9.5%	70	74	78	82	88		9.5%	53	65	78	90	102

Källa: Penser by Carnegie

Resultaträkning

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoomsättning	334	400	470	739	1 151	1 206	1 410	1 620
Kostnad sålda varor	-209	-216	-260	-387	-595	-609	-715	-815
Bruttoresultat	125	184	210	352	556	597	695	805
Försäljningskostnader	-54	-56	-114	-206	-283	-300	-339	-363
Administrationskostnader	-20	-36	-59	-67	-86	-107	-110	-118
R&D-kostnader	-26	-33	-40	-49	-81	-88	-86	-104
Övriga rörelsekostnader	11	16	36	30	61	70	78	86
EBITDA	36	70	21	60	168	172	239	306
Jämförelsestörande poster	0	-4	-12	0	0	0	0	0
EBITDA, justerad	36	75	32	60	168	172	239	306
Avskrivningar	-5	-6	-13	-15	-28	-30	-33	-36
EBITA, justerad	31	69	20	45	140	142	206	270
Avskrivningar immateriella tillgångar	-6	-6	-11	-16	-32	-40	-44	-48
EBIT	25	59	-3	29	108	103	162	222
EBIT, justerad	25	63	9	29	108	103	162	222
Finansnetto	0	-2	-2	-10	-20	-18	-19	-14
Resultat före skatt	25	57	-5	19	88	85	143	208
Resultat före skatt, justerad	25	61	6	19	88	85	143	208
Total skatt	-6	-13	5	-5	-20	-18	-30	-44
Nettoresultat	19	44	-1	14	69	67	113	164
Nettoresultat, justerad	19	49	11	14	69	67	113	164
Omsättningsstillväxt	Neg.	20%	17%	57%	56%	5%	17%	15%
Bruttomarginal	37,4%	45,9%	44,7%	47,7%	48,3%	49,5%	49,3%	49,7%
EBIT-marginal, justerad	7,5%	15,7%	1,8%	4,0%	9,4%	8,5%	11,5%	13,7%
EPS, justerad	0,82	2,09	0,37	0,38	1,71	1,66	2,81	4,07
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	156%	-82%	3%	353%	-3%	70%	45%

Källa: MilDef Group, Penser by Carnegie

Kassaflödesanalys

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EBIT	25	59	-3	29	108	103	162	222
Övriga kassaflödesposter	3	-5	12	17	37	23	27	26
Förändringar i rörelsekapital	-36	10	-66	-123	-90	-29	-70	-66
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-8	64	-57	-77	54	97	120	182
Investeringar i anläggningstillgångar	-1	-5	-11	-5	-14	-14	-14	-16
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-2	-4	-6	-13	-32	-17	-34	-38
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-3	-9	-17	-18	-46	-31	-48	-55
Fritt kassaflöde	-11	55	-74	-95	9	66	72	128
Förvärv och avyttringar	0	0	-172	-383	-23	-13	0	0
Nyemission / återköp	0	0	392	223	0	4	0	0
Förändring av skulder	1	-1	0	180	60	-73	-30	-30
Utdelningar	-6	-9	-17	-27	0	-20	-30	-40
Övriga poster	-4	-5	-9	-11	-21	-22	-22	-22
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	-9	-14	194	-18	16	-124	-82	-92
Kassaflöde	-20	41	120	-113	24	-58	-10	35
Nettoskuld	62	20	-99	80	153	125	113	55

Källa: MilDef Group, Penser by Carnegie

Balansräkning

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
TILLGÅNGAR								
Goodwill	0	0	285	599	576	567	567	567
Övriga immateriella tillgångar	8	3	1	0	0	0	0	0
Materiella anläggningstillgångar	2	7	15	17	22	24	29	31
Övriga anläggningstillgångar	82	80	76	156	179	148	114	82
Summa anläggningstillgångar	92	89	377	772	777	739	710	680
Varulager	47	57	86	237	290	283	331	389
Kundfordringar	126	161	136	255	285	283	334	377
Övriga omsättningstillgångar	12	13	41	70	93	140	140	140
Likvida medel och kortfristiga placeringar	9	47	169	60	82	24	14	50
Summa omsättningstillgångar	193	279	432	622	749	730	819	955
SUMMA TILLGÅNGAR	285	368	808	1 394	1 526	1 469	1 529	1 635
EGET KAPITAL OCH SKULDER								
Eget kapital	101	133	568	788	845	890	973	1 098
Summa eget kapital	101	133	568	788	845	890	973	1 098
Långfristiga leasingsskulder	66	59	52	71	76	57	35	12
Övriga långfristiga skulder	6	9	55	210	165	157	127	97
Summa långfristiga skulder	72	68	107	281	242	214	162	110
Kortfristiga räntebärande skulder	0	0	10	53	131	67	67	67
Leverantörsskulder	44	63	40	105	114	104	114	140
Kortfristiga leasingsskulder	5	8	9	16	27	26	26	26
Övriga kortfristiga skulder	63	96	75	151	167	169	187	196
Summa kortfristiga skulder	112	167	133	326	440	365	394	428
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	285	368	808	1 394	1 526	1 469	1 529	1 635

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%	3%	39%	28%
EBIT-tillväxt, justerad	Neg.	153%	-86%	240%	270%	-5%	58%	37%
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	156%	-82%	3%	353%	-3%	70%	45%
Bruttomarginal	37,4%	45,9%	44,7%	47,7%	48,3%	49,5%	49,3%	49,7%
EBITDA-marginal	10,7%	17,6%	4,4%	8,1%	14,6%	14,3%	16,9%	18,9%
EBITDA-marginal, justerad	10,7%	18,6%	6,9%	8,1%	14,6%	14,3%	16,9%	18,9%
EBIT-marginal	7,5%	14,7%	Neg.	4,0%	9,4%	8,5%	11,5%	13,7%
EBIT-marginal, justerad	7,5%	15,7%	1,8%	4,0%	9,4%	8,5%	11,5%	13,7%
Vinst-marginal, justerad	5,7%	12,1%	2,3%	1,9%	6,0%	5,5%	8,0%	10,1%

Källa: MilDef Group, Penser by Carnegie

Avkastning

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
ROE, justerad	Neg.	42%	3%	2%	8%	8%	12%	16%
ROCE, justerad	Neg.	34%	2%	4%	11%	10%	15%	19%
ROIC, justerad	Neg.	40%	3%	4%	12%	10%	15%	20%

Källa: MilDef Group, Penser by Carnegie

Kapitaleffektivitet

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Varulager / totala intäkter	14%	14%	18%	32%	25%	24%	24%	24%
Kundfordringar / totala intäkter	38%	40%	29%	35%	25%	23%	24%	23%
Leverantörsskulder / KSV	21%	29%	15%	27%	19%	17%	16%	17%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	38%	51%	30%	48%	45%	35%	34%	33%
Rörelsekapital / totala intäkter	23%	18%	32%	41%	34%	36%	36%	35%
Kapitalomsättningshastighet	1,9x	2,0x	0,7x	0,8x	1,1x	1,2x	1,3x	1,3x

Källa: MilDef Group, Penser by Carnegie

Finansiell ställning

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	62	20	-99	80	153	125	113	55
Soliditet	36%	36%	70%	57%	55%	61%	64%	67%
Nettoskulsättningsgrad	0,6x	0,1x	-0,2x	0,1x	0,2x	0,1x	0,1x	0,1x
Nettoskuld / EBITDA	1,7x	0,3x	-4,8x	1,3x	0,9x	0,7x	0,5x	0,2x

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	1,66	2,81	4,07
EPS, justerad	0,82	2,09	0,37	0,38	1,71	1,66	2,81	4,07
FCF per aktie	-0,46	2,36	-2,52	-2,53	0,22	1,63	1,80	3,16
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	22,1	24,2	27,2
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

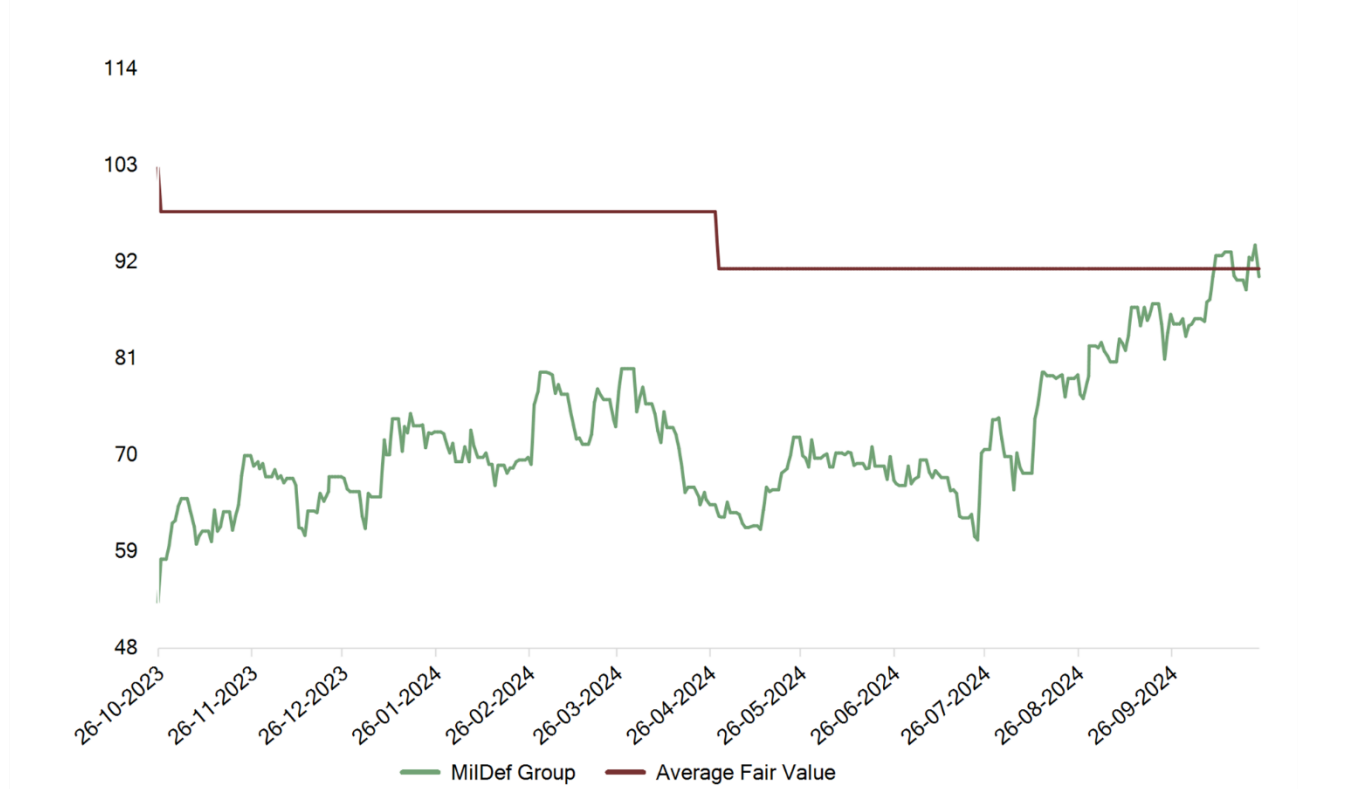
Värdering

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
P/E, justerad	100x	43,1x	100x	100x	38,4x	54,4x	32,1x	22,1x
P/EK	20,7x	15,8x	2,7x	3,9x	3,1x	4,1x	3,7x	3,3x
P/FCF	Neg.	38,1x	Neg.	Neg.	100x	55,3x	50,1x	28,5x
FCF-yield	Neg.	3%	Neg.	Neg.	0%	2%	2%	4%
Direktavkastning	0,4%	0,8%	1,4%	0,9%	0,0%	0,6%	0,8%	1,1%
Utdelningsandel, justerad	45,9%	35,9%	>100%	>100%	0,0%	30,2%	26,7%	24,6%
EV/Sales	Neg.	Neg.	3,8x	4,5x	2,4x	3,2x	2,7x	2,4x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	55,9x	55,0x	16,5x	22,2x	16,0x	12,5x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	100x	100x	25,6x	37,2x	23,5x	17,2x
EV	Neg.	Neg.	1 804	3 301	2 768	3 821	3 821	3 821
Aktiekurs	90,1	90,1	52,3	80,8	65,6	90,1	90,1	90,1

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, 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. 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