



Penser Access by Carnegie

Försvarsindustri | Sverige | 30 oktober 2024

MilDef Group**Order värd 200 mkr höjer sannolikheten för fler liknande order****Levererar IT-utrustning till Slovakien och Tjeckiens CV90 order**

MilDef har meddelat att de har fått förtroendet att leverera IT-utrustning till försvarsmakter i Centraleuropa som beställt CV90. Ordervärdet uppgår till 200 mkr, med en option på ytterligare 80 mkr. Leveranserna planeras ske 2025–2029. Eftersom Slovakien och Tjeckien är de enda centraleuropeiska länder som vi känner till har beställt nya CV90, antar vi att ordern avser dessa länder. Med en total beställning på 395 CV90-fordon från de två länderna motsvarar ordervärdet cirka 0,5 mkr respektive 0,7 mkr per stridsfordon, vilket visar att våra tidigare antaganden om 0,49 mkr per fordon kan ha varit var något konservativa.

Ordern sänder flera positiva signaler

Förutom att detta är en av MilDefs enskilt största order, sänder ordern flera positiva signaler. Den främsta är att MilDef stärker sin position som IT-leverantör inom försvarsbranschen. Ordern visar också på ett fördjupat samarbete mellan MilDef och BAE Systems Hägglunds. Även om vi inte har detaljer om vilken utrustning det rör sig om, vet vi att Saab tidigare levererat en stor del av IT-utrustningen till CV90. Att MilDef nu får leverera till dessa beställningar indikerar en hög sannolikhet för fler liknande order, bland annat till Sverige och Danmark, där MilDef har starka relationer och båda länderna har beställt CV90.

Q4'24e ser ut att bli ett rekordkvartal

Vi ser det som positivt att leveranser planeras starta redan 2025, då detta kommer att stärka orderboken, som vi tidigare bedömt vara på gränsen till låg. Detta stärker vår syn på att Q4'24e kommer att bli det rekordkvartal vi förväntar oss. Dels indikerar orderboken för 2024 att försäljningen i Q4'24e kan nå rekordnivåer, förutsatt att MilDef lyckas leverera allt – något vi bedömer som troligt då vi inte känner till några störningar i leveranskedjan. Dels pekar denna stora order värd minst 200 mkr, tillsammans med en normal orderingång på cirka 190 mkr av mindre order, på en total orderingång kring 400 mkr. Eftersom fjärde kvartalet säsongsmässigt är starkt för orderingång, och då det fortfarande återstår två månader av kvartalet, förväntar vi oss ytterligare order som kan göra även orderingången rekordhög. Vi gör inga prognosförändringar, men ser mycket positivt på både orderns värde och de signaler den sänder.

Estimatändring

	24e	25e	26e
Totala intäkter	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA, just.	0,0%	0,0%	0,0%
EPS, just.	0,0%	0,0%	0,0%

Kommande händelser

Q4 - rapport	06 februari 2025
Q4 - rapport	06 februari 2025

Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier	40m
Börsvärde	3 666
Nettoskuld	224
EV	3 889
Free float	72%
Daglig handelsvolym, snitt	137k
Bloomberg Ticker	MILDEF SS EQUITY

Analytiker

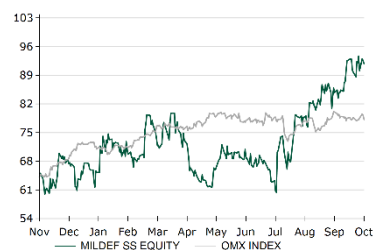
Hugo Lisjo
hugo.lisjo@carnegie.se

Prognos (mkr)

	2023	2024e	2025e	2026e
Totala intäkter	1 151	1 206	1 410	1 620
Tillväxt	56%	5%	17%	15%
EBITDA, just.	168	172	239	306
EBIT, just.	108	103	162	222
EPS, just.	1,7	1,7	2,8	4,1
EPS-tillväxt, just.	353%	-3%	70%	45%
EK/aktie	21,0	22,1	24,2	27,2
Utdelning per aktie	0,0	0,5	0,8	1,0
EBIT-marginal	9,4%	8,5%	11,5%	13,7%
ROE, just.	8,4%	7,7%	12,2%	15,8%
ROCE, just.	10,8%	9,7%	15,2%	19,3%
EV/Sales	2,4x	3,2x	2,8x	2,4x
EV/EBITDA	16,5x	22,6x	16,3x	12,7x
EV/EBIT	25,6x	37,9x	23,9x	17,5x
P/E, just.	38,4x	55,4x	32,7x	22,5x
P/EK	3,1x	4,2x	3,8x	3,4x
Direktavkastning	0,0%	0,5%	0,8%	1,1%
FCF yield	0%	2%	2%	3%

Värde och risk

Motiverat värde	90,0 - 97,0 kr
Aktiekurs	91,8 kr
Riskenivå	Medel

Kursutveckling 12 mån**Intressekonflikter**

	Yes	No
Likviditetsgarant		✓
Certified adviser		✓
Transaktioner 12m		✓

Potentiellt ordervärde av leverans till Sverige och Danmarks CV90-ordrar

I våra tidigare analyser har vi uppskattat att MilDef's potentiella värde för att leverera sin egen IT-utrustning till CV90 skulle ligga kring 0,49 mkr per fordon. Denna order indikerar att våra tidigare antaganden var åt det konservativare hållet, då denna order motsvarar ett ordervärde på minst 200 mkr, eller 0,51 mkr per fordon. Med full option uppgår värdet till 0,71 mkr per fordon.

För att beräkna MilDef's potentiella ordervärden från andra bekräftade CV90-beställningar måste vi beakta både antalet fordon och vilken utrustning MilDef kan leverera till varje CV90. Vi vet att Danmark har beställt 115 fordon, och att Sverige har beställt 50 CV90 för att ersätta de som skickades till Ukraina. Utöver detta har Sverige och Danmark gemensamt avsatt 4,1 mdkr för att köpa nya fordon som skänks direkt till Ukraina. Vår uppskattning är att 4,1 mdkr motsvarar cirka 35 CV90. Sammanlagt har Sverige och Danmark, enligt våra beräkningar, beställt 200 CV90.

Vårt grundscenariot är att MilDef kommer att leverera samma typ av utrustning till Sveriges och Danmarks CV90-beställningar som till Slovakien och Tjeckien. Detta innebär att MilDef levererar hårdvara för ett cybersäkerhetssystem som de säljer tillsammans med Clavister, som tillhandahåller mjukvaran, samt MilDef's egna IT-utrustning.

När vi använder samma värde per fordon som för leveranserna till Slovakien och Tjeckien för de 200 CV90 som vi antar att Sverige och Danmark har beställt, ser vi ett potentiellt ordervärde på ca 170 mkr totalt. Dessutom innebär installationen i en plattform att MilDef, om cirka 7–10 år, har stor sannolikhet att åter få leverera när fordonen ska uppgraderas med modernare utrustning.

Potentiellt värde av leverans av IT-utrustning

		IT-utrustning				
		0.41	0.51	0.61	0.71	0.81
Antal CV90	210	86	107	128	149	170
	205	84	105	125	146	166
	200	82	102	122	142	162
	195	80	99	119	138	158
	190	78	97	116	135	154

Källa: Penser by Carnegie

Potentiellt värde av leverans av cybersäkerhetshårdvara

		Cybersäkerhet				
		0.16	0.20	0.24	0.28	0.32
Antal CV90	210	34	42	50	59	67
	205	33	41	49	57	66
	200	32	40	48	56	64
	195	31	39	47	55	62
	190	30	38	46	53	61

Källa: Penser by Carnegie

Litauen överväger att köpa 100 CV90

För ungefär en vecka sedan kom nyheten att Litauen överväger att köpa 100 CV90 för att stärka sin armé. Detta är ännu inte beslutat. Med motsvarande antaganden och beräkningar som ovan skulle denna potentiella order av CV90 motsvara ett ordervärde på cirka 85 mkr för MilDef.

Värde av leverans av IT-utrustning till Litauen

		IT-utrustning				
		0.41	0.51	0.61	0.71	0.81
Antal CV90	110	45	56	67	78	89
	105	43	54	64	75	85
	100	41	51	61	71	81
	95	39	48	58	67	77
	90	37	46	55	64	73

Källa: Penser by Carnegie

Värde av leverans av cybersäkerhetshårdvara till Litauen

		Cybersäkerhet				
		0.16	0.20	0.24	0.28	0.32
Antal CV90	110	18	22	26	31	35
	105	17	21	25	29	34
	100	16	20	24	28	32
	95	15	19	23	27	30
	90	14	18	22	25	29

Källa: Penser by Carnegie

Disclaimer

Carnegie Investment Bank AB

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

Penser by Carnegie

I november 2023 förvärvade Carnegie affärsområdet för uppdragsanalys från Erik Penser Bank AB. Detta innefattade den verksamhet under vilken Erik Penser Bank AB t ex har publicerat 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, 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. 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