



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Försvarsindustri | Sverige | 07 december 2022

MilDef Group

Var med på totalförsvarets digitaliseringsresa

Högkvalitativt tillväxtbolag...

Vi initierar på MilDef, Nordens ledande aktör av taktisk IT till försvar och kritisk infrastruktur, med ett motiverat värde på 94–96 kr per aktie. Vi ser potential om ytterligare ca 24 kr per aktie om bolaget använder framtida kassaflöden (efter utdelning) för förvärv. MilDef har som uttalad strategi att genomföra förvärv för att komplettera produktutbudet, intäktssynergier samt för att accelerera på nya marknader.

...som ger möjlighet att ta del av Försvarsmaktens digitala omställning

Vi bedömer att marknaden för Taktisk IT kommer accelerera framöver, i takt med att försvarsanslagen ökar och fokus vrids mot modernisering av utrustningen. Digitaliseringen av svenska Försvarsmakten är del av försvarets strategiska inriktning sedan ca ett år. Dessutom har medlemsländerna i NATO kommit överens om att 20% av medlemmarnas försvarsanslag ska öronmärkas för ny utrustning, vilket har aktualiserats av den ökade geopolitiska oron. I augusti justerade MilDef sitt finansiella mål för årlig tillväxt över tid, inklusive förvärv, från 15% till 25%, vilket är en stark indikation om att marknads acceleration har materialiserats.

23% EBITDA CAGR ger starka kassaflöden

MilDef har ett EBITDA-marginalmål på 10% men vi ser potential för dem att slå målet. Marginalexpansionen drivs främst av att avropen på ramavtalen inte är lika personalintensiva som införsäljningen samt att produktmixen skiftar mot egna produkter och högre andel mjukvara. Historiskt har kassaflödet korrelerat väl med resultatet och med ca 23% EBITDA-CAGR de kommande 4 åren ser vi goda kassaflöden framöver.

Estimatändring (kr)				Prognos (mkr)				Värde och risk														
	22e	Δ%	23e	Δ%	2021	2022e	2023e	2024e	Motiverat värde	94 - 96 kr												
Totala intäkter	815	0,0	1 063	0,0	Totala intäkter	470	815	1 063	1 279	Aktiekurs	87,5 kr											
EBIT, just.	85	0,0	125	0,0	Intäktstillväxt	18%	74%	30%	20%	Riskenivå	Medel											
EPS, just.	1,5	0,0	2,1	0,0	EBITDA, just.	32	112	157	195	Kursutveckling 12 mån 												
Kommande händelser				EBIT, just.	9	85	125	155														
Q4 - rapport	09 februari 2023			EPS, just.	0,4	1,5	2,1	2,7														
Q1 - rapport	05 maj 2023			EPS-tillväxt	N.m.	>100%	32%	30%														
Bolagsfakta (mkr)				EK/aktie	15,6	20,8	22,1	24,0	Intressekonflikter <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>Yes</th> <th>No</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Likviditetsgarant</td> <td></td> <td>✓</td> </tr> <tr> <td>Certified adviser</td> <td></td> <td>✓</td> </tr> <tr> <td>Transaktioner 12m</td> <td></td> <td>✓</td> </tr> </tbody> </table>			Yes	No	Likviditetsgarant		✓	Certified adviser		✓	Transaktioner 12m		✓
	Yes	No																				
Likviditetsgarant		✓																				
Certified adviser		✓																				
Transaktioner 12m		✓																				
Antal aktier	40m			Utdelning per aktie	0,8	0,8	0,8	1,0														
Börsvärde	3 472			EBIT-marginal	Neg.	10,4%	11,7%	12,1%														
Nettoskuld	186			ROE, just.	3,1%	8,3%	9,5%	11,5%														
EV	3 657			ROCE, just.	2,0%	9,3%	10,7%	12,6%														
Free float	55%			EV/Sales	3,9x	4,5x	3,5x	2,9x														
Daglig handelsvolym, snitt	82k			EV/EBITDA	56,8x	32,7x	23,6x	18,9x														
Bloomberg Ticker	MILDEF SS Equity			EV/EBIT	213,5x	43,2x	29,7x	23,8x														
Analytiker				P/E, just.	142,7x	56,2x	42,5x	32,8x														
Hugo Lisjo				P/EK	3,3x	4,2x	3,9x	3,6x														
hugo.lisjo@penser.se				Direktavkastning	1,4%	0,9%	0,9%	1,1%														
				FCF yield	-	-	-	1%														
				Nettoskuld/EBITDA	-3,2x	1,7x	1,4x	1,1x														

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 med 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 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 en stark balansräkning med utrymme 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 direkt försäljning och försäljning via partner nätverk till över 80 länder. Huvudkontoret ligger i Helsingborg i Sverige. De hade 285 anställda i september 2022 och ca tre fjärdedelar av försäljningen skedde i Norden 2021.

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

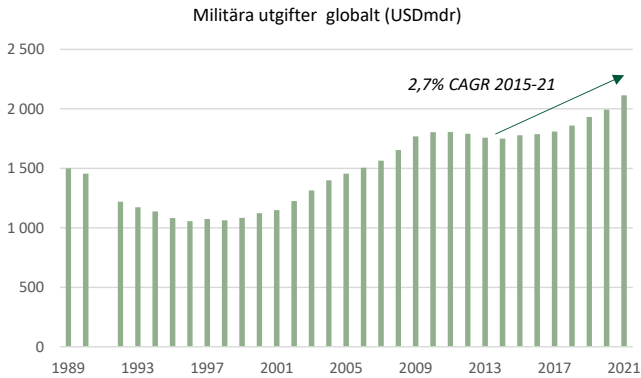
Då orderboken är så pass lång som den är och marknaden är relativt stabil över tid samt är kontracyklisk då den beror på politiska beslut, värderar vi MilDef med en kassaflödesanalys. Med en WACC på 8%, långsiktig EBIT-marginal på 15% och långsiktig tillväxt på 3% får vi ett värde på 95 kr. Våra estimat inkluderar inte förvärv, men skulle vi lägga till M&A som enbart görs med egen kassa ser vi ytterligare 27 kr i potential.

Motiverat värde

94–96 kr.

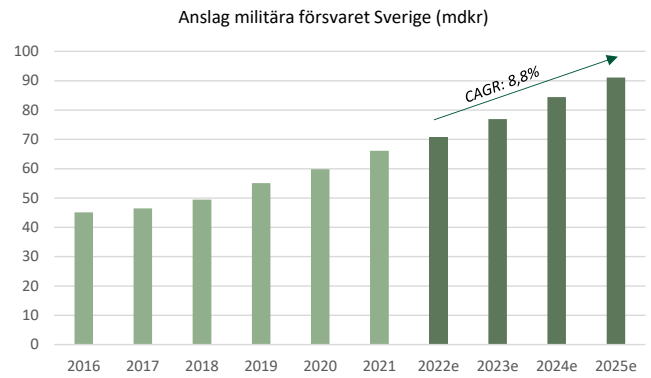
Investement case i bilder

Diagram 1: Globala militära utgifter har vuxit med 3% per år de senaste fem åren och förväntas fortsätta öka



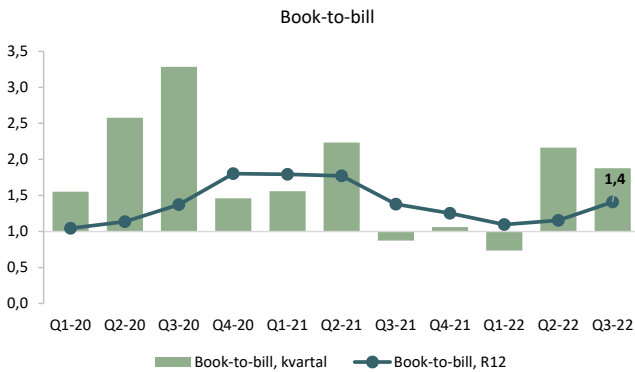
Källa: Stockholm International Peace Research Institute (SIPRI), EPB

Diagram 2: Den svenska försvarsbudgeten ökar med 40% jämfört med 2020



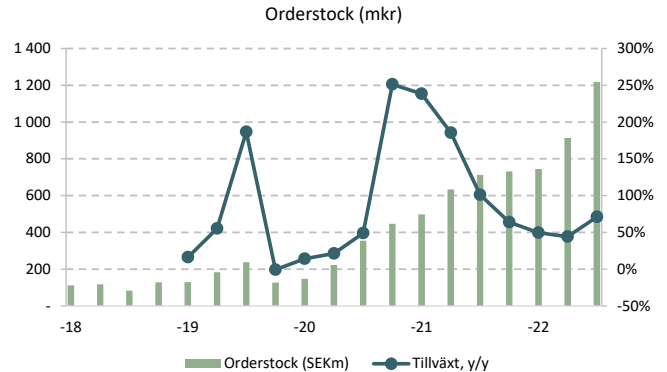
Källa: Regeringen (2022-07-07), EPB

Diagram 3: Orderboken är historiskt stark



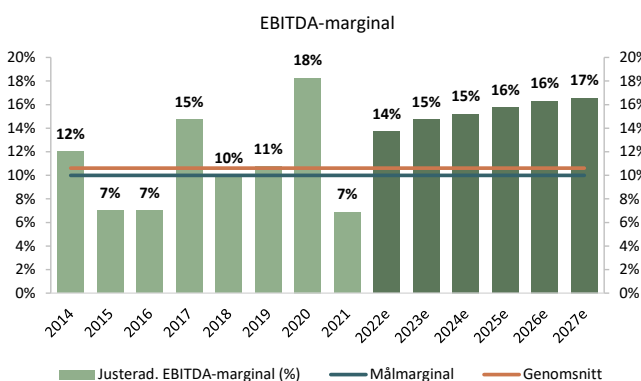
Källa: Bolaget, EPB

Diagram 4: Orderboken nådde en ny nivå i Q3



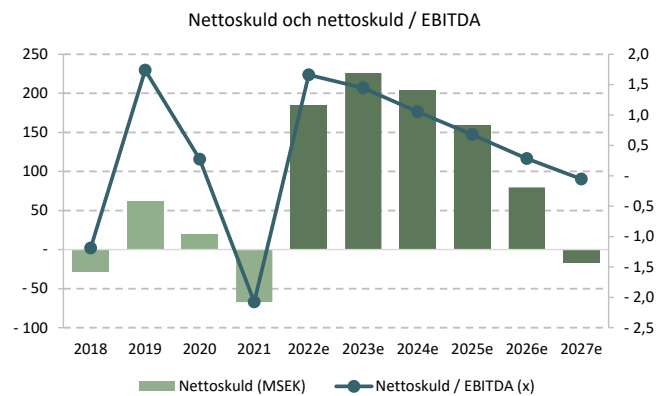
Källa: Bolaget, EPB

Diagram 5: vi räknar med att MilDef kan nå en ny högre nivå



Källa: Bolaget, EPB

Diagram 6: kassaflödet lämnar utrymme i balansräkningen för fortsatta förvärv



Källa: Bolaget, EPB

Levererar taktisk IT och ruggade elektronikprodukter

MilDef producerar och levererar så kallad taktisk IT bestående av hårdvara, mjukvara och tjänster, främst till säkerhets- och försvarskunder (se en genomgång av erbjudandet och produkter nedan). De har dotterbolag i 10 länder, bland annat: Sverige, Finland, Norge, Storbritannien, USA, Tyskland, med direktförsäljning och försäljning via partner nätverk till fler än 80 länder. Cirka tre fjärdedelar av försäljningen var i Norden 2021 (Diagram 7). Huvudkontoret, där bland annat produktutveckling och koncerngemensamma funktioner är placerade, är i Helsingborg i Sverige. Bolaget hade omkring 300 anställda i slutet av september 2022.

Från leverantör av ruggade datorer och surfplattor...

MilDef grundades 1997 av Tomas Odelid och Marianne Trolle. Affärsidén var att leverera ruggade elektronikprodukter till försvar, myndigheter och kritisk infrastruktur. Relationen med Försvarets Materielverk (FMV) etablerades redan ett år efter att bolaget grundades, 1998.

Produktportföljen bestod från början av bärbara datorer och surfplattor från en partner i Taiwan, Crete Systems Inc. (nuvarande MilDef Crete). MilDef Crete är idag största aktieägaren i MilDef med ca 11% av kapitalet och rösterna. MilDef är exklusiv återförsäljare av MilDef Cretes produkter i USA och i delar av Europa (inklusive Norden). Avtalet löper till april 2026. Idag kommer ca 30% av MilDefs försäljning från produkter producerade av MilDef Crete. Avtalet förlängs automatiskt 5 år i sänder, om inte parterna kommer överens om något annat.

MilDefs tidiga ambition var att skapa egna IT-produkter och bli självförsörjande på teknologi, kompetens och resurser. Bolaget utvecklade ett produktkoncept, 19"/2, som lanserades 2007. Bolagets nya produktformat för nätverksutrustning möjliggjorde byggandet av avsevärt mindre och moderna IT-system. Produktdesignen anpassades mot kundernas specifika kravbild och MilDef behöll de immateriella rättigheterna. Detta skapade en egenutvecklad produktportfölj som möjliggjorde leveranser av kompletta taktiska IT-system till kunderna.

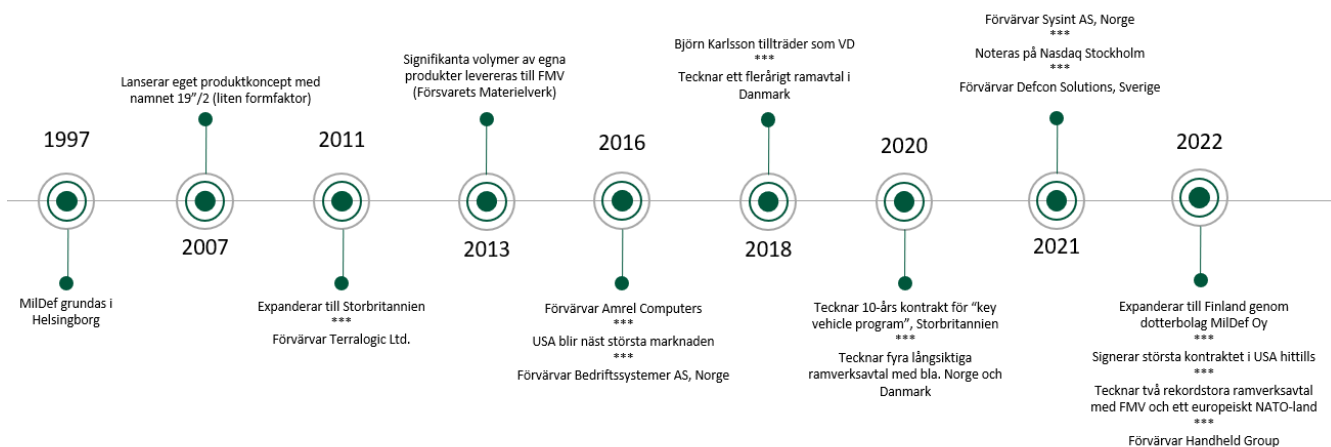
Bolaget identifierade tidigt stora möjligheter på den internationella marknaden, både för egenutvecklade produkter och partnerprodukter. För att etablera sig på nya marknader byggde de upp ett partner nätverk som senare kompletterades med en förvävsstrategi. Det första förvävet, Terralogic Ltd i Storbritannien, gjordes 2011. 2016 gjordes ytterligare två förvärv, Bedriftssystemer AS i Norge och Amrels Computer Division i USA.

2018 blev Björn Karlsson VD och samma år vann MilDef ett flerårigt ramavtal i Danmark. Under 2020 tecknade MilDef ytterligare fem långa kontrakt, bland annat i Storbritannien, Norge och Danmark.

I mars 2021 gjorde MilDef det strategiskt viktiga förvävet av norska Sysint, vilket breddade erbjudandet inom tjänster och mjukvara och den 4 juni samma år börsnoterades aktien på Nasdaq Stockholm. En nyemission på 400 mkr skulle skapa förutsättningar för en fortsatt god tillväxt och i juli förvärvades svenska Defcon Solutions, vilket var ett strategiskt viktigt förvärv för att fördjupa sin närvaro inom Sverige samt för att bredda sitt erbjudande inom integration och installation.

Inledningen av 2022 är en händelserik period då MilDef etablerar sig i Finland. De har tecknat två ramavtal, ett med FMV och ett med ett europeiskt NATO-land, till ett totalt värde om 3,7 miljarder kronor. I september 2022 gjorde MilDef sitt största förvärv någonsin, Handheld Group, vilket ökade marknadsnärvaron på prioriterade marknader som USA och Tyskland samt bidrog med korsförsäljningsmöjligheter.

Figur 1: Tidslinje



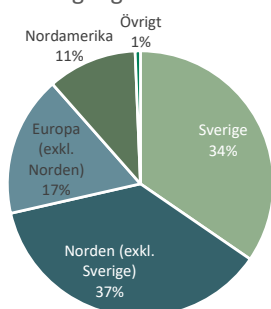
Källa: Bolaget, EPB

...till ett produktbolag med fokus på egenutvecklade produkter

MilDefs största geografiska marknader är Europa och Nordamerika. Sedan starten 1997 har de utvecklats från att vara en distributör av ruggade bärbara datorer och surfplattor, till ett produktbolag med fokus på egenutvecklade produkter, mjukvara och relaterade tjänster. Med organisk och förvärvsdriven tillväxt har verksamheten expanderat från Sverige till resten av Norden, USA, Storbritannien och via partnernetverk i flertalet andra länder, främst inom EU. Kunderna är företrädesvis försvarsrelaterade, men tillväxt sker även inom exempelvis hälsa (medicinska tillämpningar i krävande miljöer), industriellt (kontroll av drönare) och samhällsviktig infrastruktur (polis, säkerhetstjänst, med mera). Gemensamt för kunderna är behovet av taktisk IT för att kunna genomföra en digitalisering verksamhet i krävande miljöer.

Diagram 7: Under 2021 stod Norden står för cirka tre fjärdedelar av försäljningen

MilDefs geografisk fördelning



Källa: Bolaget, EPB

Figur 2: Strategiska och prioriterade marknader



Källa: Bolaget, EPB

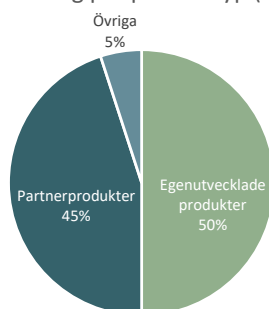
2020 var andelen egenutvecklade produkter cirka 50% av omsättningen, medan produkter från MilDef Crete stod för 45% (Diagram 8). Skulle vi addera Sysint och Handheld, som förvärvades i mars 2021 och september 2022, bedömer vi att andelen egenutvecklade produkter närmar sig 70%. Detta är i linje med bolagets strategi att öka andelen egna produkter. Bruttomarginalen för egenutvecklade produkter är marginellt högre än partnerprodukterna.

Andelen myndighetskunder har ökat över tid och stod 2020 för 54% av omsättningen. Exempel på myndighetskunder är FMV i Sverige, FMA i Norge och DALO i Danmark. Bland industriella kunder återfinns företag som BAE Systems, Rheinmetall BAE Systems Land (RBSL), Saab, Bittium och Kongsberg. Det finns en viss kundkoncentration – de nio största kunderna stod för 73% av omsättningen 2020. Det skiljer sig från år till år vilka kunder som utgör bolagets största.

Genom sitt historiska arv har MilDef byggt upp en stark ställning på den svenska hemmamarknaden med starka kundrelationer som byggts upp över lång tid.

Diagram 8: Andelen egenutvecklade produkter stod för ca 50% av omsättningen 2020...

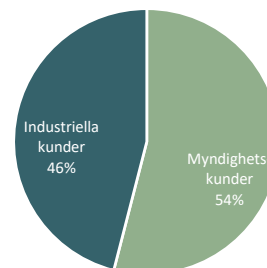
Omsättning per produkttyp (2020)



Källa: Bolaget, EPB

Diagram 9: ...och myndighetskunder stod för hälften av koncernen

Omsättning per kundtyp (2020)

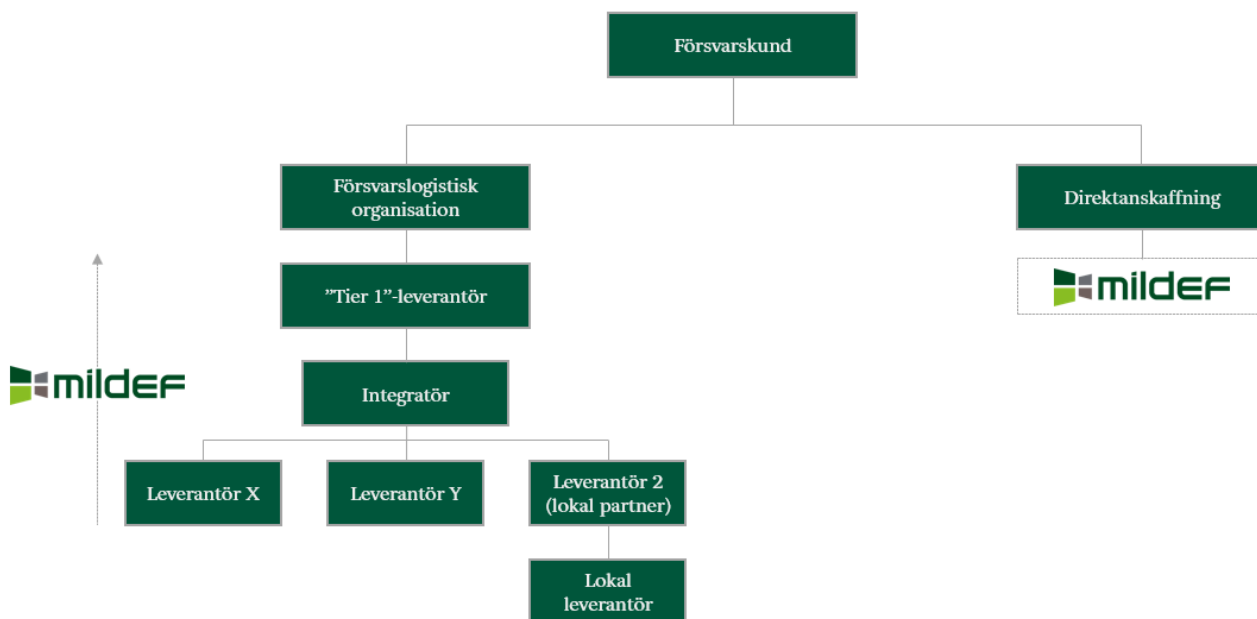


Källa: Bolaget, EPB

Produkter och system på försvarsmarknaden karaktäriseras av en varierande grad av komplexitet och volym, från produkter med låg komplexitet, hög grad av repetition och långa serier till produkter med hög komplexitet och små volymer. Värdekedjan för komplexa produkter består ofta av ett flertal underleverantörer till en huvudleverantör som tillverkar, levererar och ansvarar för slutprodukterna. Dessa huvudleverantörer är ofta väletablerade, stora, multinationella "Tier 1"-företag som är diversifierade vad gäller produkter och geografisk närvaro och som ofta har nära relationer med länders försvarsupphandlingsmyndigheter.

Myndighetskunder använder sig ofta av såväl direktkontraktering som logistikorganisationer, såsom FMV i Sverige. Med ökande volym och komplexitet växer ofta leverantörskedjan. Relationen mellan Tier 1-leverantörer, integratörer och underleverantörer är typiskt sett kommersiella business-to-business-relationer med privata upphandlingar och inköpskontrakt.

Figur 3: Illustrativ bild av värdekedjan



Källa: Bolaget, EPB

Generellt är marginalerna högre längre upp i värdekedjan och ökar när avståndet till slutkund minskar, medan kompletta lösningar genererar en högre marginal. Enligt bolaget pågår en konsolidering av myndigheters leverantörsportföljer och färre leverantörer bedöms få leverera en större del av helheten. Detta borde korta ledtiderna och minska integrationskostnaderna.

MilDef är oftast direktkontrakterad av en myndighet, eller som en underleverantör till en integratör, och i vissa fall själva som integratör. Ambitionen är att genom en bred portfölj av hårdvara, mjukvara och tjänster kunna leverera från flera nivåer i värdekedjan.

Hårdvara som kan användas i mycket krävande miljöer...

MilDefs produktportfölj består av produkter som används i traditionella IT-system, men med skillnaden att de kan användas i mycket krävande miljöer. Tekniskt sett har produkterna lägre elektromagnetisk strålning, tål kyla, värme, vibrationer och annan miljöpåverkan bättre, och håller därmed längre. MilDefs produkter är beprövade av internationella styrkor runt om i världen under extremt krävande förhållanden både på land, i luften och till sjöss. Produktionen av egna produkter sker i Helsingborg och i MilDefs nya etablerade produktionsanläggning i Cardiff, Wales.

Som nämnt ovan har MilDef ett exklusivt distributionsavtal med MilDef Crete som tillverkar ruggade bärbara datorer och surfplattor. Över tid har MilDef utvecklat egna produkter och IP (intellectual properties) och de arbetar aktivt med att utveckla fler egna produkter för att öka marginalen och minska beroendet av MilDef Crete.

Hårdvaran delas upp i tre underkategorier: ruggade datorer, ruggade displays och ruggade nätverkssystem. Tillsammans med mjukvara och tjänster kopplas hårdvaran ihop till ett heltäckande taktiskt IT system.

Figur 4: Exempel på produkter i portföljen



Källa: Bolaget, EPB

Ruggade datorer – brett utbud av stryktåliga datorer för mobilt bruk

Det som skiljer MilDefs hårdvara från vanlig konsumentelektronik är främst att produkterna är utvecklade för att fungera felfritt i en krävande miljö samt att kunden kräver en längre livslängd. Produkterna är utvecklade för att klara alla former av klimat, från höga temperaturer och sandstorm till kraftig väta och extrem kyla, samtidigt som de ofta utsetts för exempelvis kraftig och långvarig vibration. Givet de miljöer som produkterna verkar i, har produkterna få eller inga rörliga delar, vilket medför tekniska utmaningar såsom exempelvis värmeavledning. Bolaget har utvecklat egna lösningar för att möta de högt ställda kraven.

MilDef har ett brett utbud av stryktåliga datorer för mobilt bruk. Portföljen innehåller bärbara datorer i olika storlekar och prestanda, surfplattor och mindre handhållna enheter. Samtliga modeller har många alternativ för anpassning. Utbudet av surfplattor i olika storlekar och utföranden skapar mobilitet och förutsättningar för installation i begränsade utrymmen, såsom fordon. Segmentet är det näst största.

Ruggade nätverkssystem – 19"/2 (liten formfaktor) är den bredaste och mest kompletta delen av portföljen

De egenutvecklade produkterna som kallas 19"/2 är det bredaste och mest kompletta segmentet inom hårdvaruportföljen och det segment som står för högst andel av intäkterna. Namnet kommer från att standardstorleken på rack för montering av IT-utrustning är 19" (tum) breda. MilDefs produkter är hälften (/2) så breda och i förekommande fall hälften så djupa, vilket möjliggör större densitet i IT-systemen. Med fysiskt mindre produkter går det lättare att passa in dem i trånga utrymmen – miniatyriseringen är kritisk i många applikationer där ökade behov av IT-prestanda ska realiseras på så liten yta som möjligt.

Produkterna är designade för att enkelt kunna anpassas efter kundens enskilda önskemål avseende signaler, kontaktdon, prestanda med mera. Med produkterna inom detta segment erbjuds en komplett IT-miljö, med allt från servrar för nätverksanslutning, till lagring och mer. Ett exempel på vad MilDefs produkterbjudande kan göra för skillnad - i ett moderniseringsprojekt ersattes en äldre lösning, vilken var 5 ggr större och tyngre än MilDefs, men med väsentligt sämre prestanda. Ett vanligt exempel där systemen används är IT-system i fordon.

Ruggade displayer – det minsta hårdvarusegmentet

Även displayerna är utformade utifrån ett modulärt tankesätt. Produktportföljen utgörs av en blandning av egna produkter och partnerprodukter. Segmentet är det minsta inom hårdvara och utgör omkring 5% av omsättningen. Genom att separera skärmen från valfri hårdvara, i form av exempelvis dator, kan systemet enkelt modifieras alternativt bytas ut, utan att behöva byta själva skärmen. Skärmarna är utrustade med taktiska knappar för att förenkla användningen vid stressiga situationer.

...kopplas ihop med mjukvara till taktiska IT-system

MilDefs dotterbolag Sysint har utvecklat sin egen mjukvara OneCIS, vilken möjliggör snabb och säker driftsättning av taktiska IT-tjänster till både ledningsgrupper, taktiska enheter och snabbinsatsförband i fält. Tillsammans med produktutbudet inom hårdvara tillhandahålls en komplett och robust IT-lösning. Användande av OneCIS minskar behovet av personal, minskar risken för manuella fel och möjliggör ökad operativ förmåga. För att passa MilDefs målgrupp är mjukvaran kompatibel med NATOs Federated Mission Networking (FMN)-standard.

Tack vare att OneCIS är kompatibel med FMN kan användarna av OneCIS säkert kommunicera med andra FMN anslutna enheter under operationer. OneCIS innehåller, utöver det tidigare nämnda, bland annat funktioner som säker kommunikation, brandväggar med IDPS och automatisk backup för att säkra materialet.

Teknisk support säkerställer hög tillgänglighet och effekt under hela systemets livscykel

Tjänsteerbjudandet omfattar tre kategorier: konsultation, systemintegration samt utveckling. MilDef designar och integrerar hårdvara och mjukvara för till exempel kommando-, kontroll- och kommunikationssystem, navigationssystem, sensorer såsom radar-, elektronisk krigförings- och optroniksystem. De har bland annat utfört projekt som involverar stridsfordon, stridsbåtar, ledningscontainrar och anläggningar såsom ledningscentraler och simulatoranläggningar.

Konsultation genomförs främst genom dotterbolaget Sysint. Sysint erbjuder konsultation till ett flertal sektorer, som till exempel försvar, hälsa, energi och infrastruktur. Konsulternas främsta uppgift är att med sin erfarenhet komma med förslag för utveckling, hjälpa till att genomföra förändringar för mer digitala arbetssätt och implementation. I projekten kan konsulterna ta rollen som projektledare, koordinator eller en supportroll.

Kombinationen av MilDefs långa erfarenhet och egna tillverkning möjliggör för kunder att i samråd med MilDef utveckla nya, egna produkter helt utifrån kundens preferenser. Utveckling av nya produkter omfattar både hård- och mjukvara. MilDefs FoU-team har lång erfarenhet från olika projekt och bolaget har avancerade testrum för att verifiera kvaliteten på slutprodukten.



13% av de anställda är verksamma inom forskning och utveckling (FoU)

Utvecklingen inom IT och elektronik har under de senaste decennierna förändrats drastiskt. Tidigare var det försvaret som drev den tekniska utvecklingen, medan konsumenten fick ta del av försvarets utveckling. Idag är det i stället konsumentelektronik som driver på den tekniska utvecklingen, medan försvaret jobbar med att få samma prestanda i hållbarare och säkrare format.

FoU är en central del i MilDefs erbjudande och framtid. I september 2022 var 13% av de anställda verksamma inom FoU. Majoriteten av utvecklingsprojekten finansieras av kunden, men MilDef förbehåller sig rätten att återanvända och inkludera de nya produkterna i sin produktportfölj. En av anledningarna till att utvecklingen i hög grad är kundfinansierad beror på att teknologin generellt inte går att patentera, men genom att behålla de immateriella rättigheterna kan framtida projekt dra nytta av tidigare utveckling. MilDefs kunder drar nytta av detta i form av ökad kvalitet, kortare utvecklings-leveranstid samt en mer kostnadseffektiv utveckling.

Representanter från FoU är tidigt med i säljprocessen för att fånga beställarens kravbild och i ett första steg beskriva hur MilDef tar detta vidare. Utvecklingen kan röra allt från mindre justeringar i befintliga produkter, till att utveckla en helt ny produkt från grunden. Beroende på projektets karaktär inkluderas experter inom elektronik, mekanik, mjukvara eller systemarkitektur. När en prototyp är framtagen kan MilDef i sin testanläggning, belägen i Helsingborg, själva säkerställa att prototypen möter kraven.

Tack vare bolagets egen produktionslina och resursbank av kunskap och teknologi kan MilDef på ett snabbt och kostnadseffektivt sätt ta fram produkter skräddarsydda efter kundens önskemål.

Rådgivande kommitté (Advisory Board) ger militärt fokuserat stöd på de mest värdefulla marknaderna

I januari 2021 bildades en rådgivande kommitté (Advisory Board) för att ge vägledning i säkerställandet kring att MilDef anpassar sina strategier och produkterbjudanden till sina mest värdefulla marknader. Kommittén består av före detta två- och trestjärniga officerare från MilDefs fokusmarknader Sverige, Norge, Danmark, Finland, Storbritannien och USA. Med sina långa erfarenheter, kunskaper och kontaktnät från branschen, hjälper de till att utveckla MilDefs strategi och produkterbjudanden för att passa respektive marknad. Gruppen består av

- Generalmajor Berndt Grundevik (Sverige)
- Konteramiral Jon Pentreath (Storbritannien)
- Viceamiral Carol Pottenger (USA)
- Generalmajor Agner Rokos (Danmark)
- Generalmajor Odin Johannessen (Norge)
- Generallöjtnant Arto Rätty (Finland)

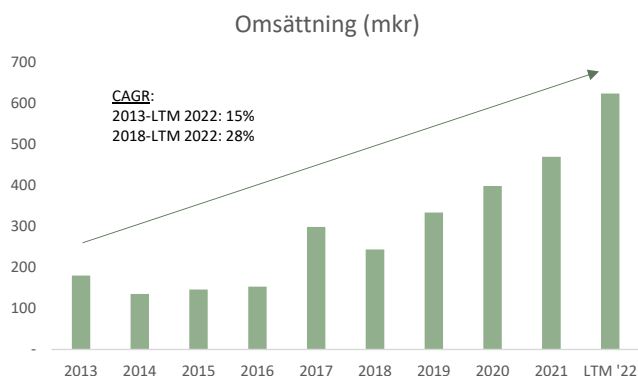
Finansiella mål

Till följd av försvarsmarknadens utveckling och MilDefs positionering höjde bolaget sina finansiella tillväxtmål i augusti 2022. Bolaget har nu målet att öka omsättningen med minst 25% (tidigare minst 15%). Kombinationen av bolagets historiska utveckling samt de nyligen vunna ramavtal och framtida affärsmöjligheter låg bakom höjningen. Övriga finansiella mål bibehålls. De finansiella målen är:

- Omsättning ska över tid öka minst 25% per år inklusive förvärv
- Minst 10% EBITDA-marginal över tid
- Nettoskulden ska ej överstiga 2,5 ggr EBITDA, annat än tillfälligt
- Dela ut 20–40% av nettovinsten. Hänsyn ska dock tas till MilDefs långsiktiga utveckling, kapitalstruktur samt rådande marknadsförhållanden

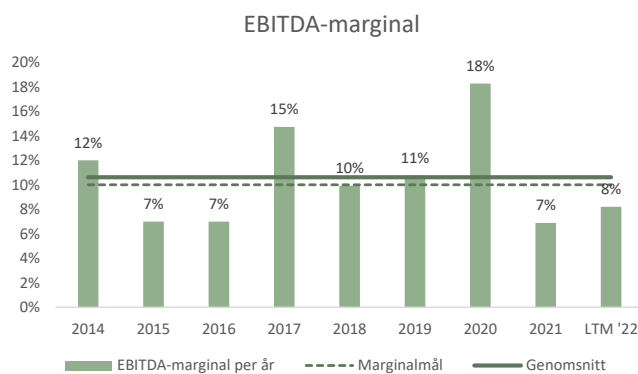
MilDef har en målsättning att genomföra ett förvärv om året. Förvärvet skall gärna vara av substantiell karaktär, vilket bolaget definierar som 10–30% av sin egen omsättning.

Diagram 10: Omsättningen har ökat 15% per år sedan 2013 men har accelererat de senaste åren



Källa: Bolaget, EPB

Diagram 11: MilDef har nått sitt marginalmål



Källa: Bolaget, EPB

Figur 5: SWOT-analys

Styrkor (Strengths)

Starka marknadspositioner i Sverige, Norge och Danmark
Höga inträdesbarriärer
Starka och långa kundrelationer
Oberoende av pris

Svagheter (Weaknesses)

Stor kundkoncentration
Låg geografisk spridning
Beroende av en stor leverantör

Möjligheter (Opportunities)

Fortsatt geografisk expansion
Deltagande av konsolideringen av marknaden
Ökade försvarsbudgetar i spåren av ökad geopolitisk risk

Hot (Threats)

Konkurrerande teknik
Accelerationen av försvarsanslagen avstannar

Källa: EPB

Stark marknadsposition i Sverige, Norge och Danmark

MilDef har olika konkurrenter inom segmenten ruggade datorer, ruggade nätverkssystem och ruggade skärmar.

Inom ruggade datorer finns ett antal globala konkurrenter som vanligen karaktäriseras av civil, industriell och försvarsrelaterad produktportfölj. Exempel på konkurrenter är Panasonic och Dell. Det finns även lokala konkurrenter såsom Grid i Storbritannien och Miltope i USA. Konkurrensen i segmentet karaktäriseras av prispress där de globala leverantörerna erbjuder större volymer till lägre marginal, men också en lägre grad av anpassning och robusthet.

Inom ruggade nätverkssystem är flera av MilDefs kunder, systemintegratörer, även potentiella konkurrenter. Ett exempel på detta är Saab som har en del som levererar produkter som motsvarar MilDefs. Denna typ av konkurrenter konkurransutsätter sina egna interna leverantörer för att få bästa möjliga lösning. Det finns även industriella företag som konkurrerar med MilDef. Exempel är Data Respons i Norge. I Nordamerika finns ett fåtal konkurrenter som ofta är verksamma antingen på nationell eller på delstatsnivå. Exempel är PacStar (ägs av Curtiss-Wright), DTECH Labs och Crystal Group.

Konkurrenter på ruggade skärmar är Argon och TransDigm i USA.

Enligt MilDef är marknaden för ruggad försvarselektronik under konsolidering. Både de stora systemintegratörerna, plattformstillverkarna och mindre aktörer konsoliderar marknaden. Exempel på större sammanslagningar de senaste åren är L3 Technologies och Harris som bildade L3Harris.

Försvarsanslagen ökar i spåren av den ökade osäkerheten

Efter kalla krigets slut och Sovjetunionens fall i början av 90-talet, har de globala försvarsanslagen kontinuerligt sjunkit till runt 2% av BNP. Många länder investerar mindre än 2% av BNP. Globalt är det USA som ökar andelen då de utgör en så stor del av världens investeringar. Senaste tidens ökade geopolitiska osäkerhet har triggat en omsvängning i många länders försvarspolitik och investeringar. Med Sveriges och Finlands ansökningar till NATO bör ländernas anslag gradvis accelerera mot 2% av BNP, vilket för Sveriges del till en början kommer leda till en 40-procentig ökning av anslagen. Vi ser likartade ökningarna i de flesta länder i vårt närområde.

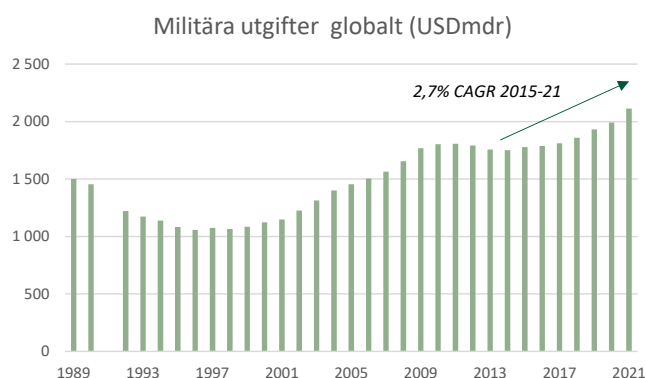
En relativt stor andel av ökningen kommer att spenderas på digitalisering, modernisering och uppgradering av försvaret. Som en del av överenskommelsen mellan NATO-medlemmarna vid mötet i Wales 2014 kommer alla medlemmar att ha som mål att öka sina anslag mot riktlinjen om 2%. Samtidigt ska 20% av anslagen öronmärkas för ny utrustning för att säkerställa att NATO-medlemsländerna investerar i modernisering. Enligt oss gynnar denna omställning efterfrågan på MilDefs produkter.

Ökade geopolitiska spänningar förväntas driva högre försvarsanslag globalt

Den historiska utvecklingen för militära utgifter beror på omvärldsfaktorer – när osäkerheten i världen ökar, tenderar länder spendera större del av sin budget på försvar och vice versa. Efter att investeringarna toppat under 1940-talet sjönk de för att åter öka när kalla kriget kulminerade under 80-talet. Efter kalla krigets slut och fallet av Warszawapakten, har vi generellt sett minskade försvarsanslag, med undantag för oroligare perioder som terrorattackerna i USA 2001 (Diagram 13). Ökningen efter 2001 beror till stor del på att USA, som står för nästan 40% av hela världens militära utgifter, har ökat sina investeringar.

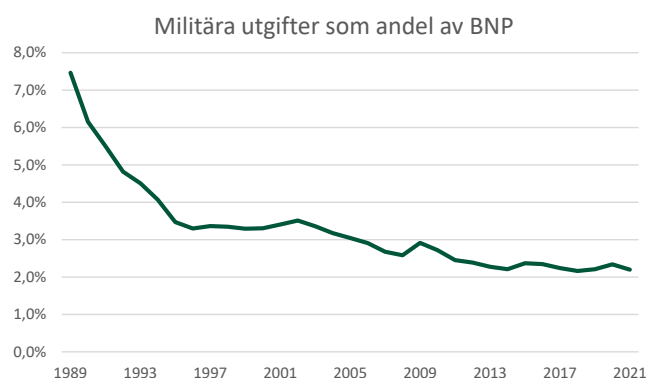
På NATO-mötet i Wales 2014 kom medlemsländerna överens om att alla medlemsländer skulle ha som mål att öka försvarsanslagen mot riktlinjen om 2%. Globalt ligger de militära utgifterna strax över 2% av BNP, men med tanke på USAs dominans, speglar nivån i mångt och mycket USAs utveckling (Diagram 13). Under kommande år förväntas försvarsanslagen att öka globalt. Detta triggas främst av Rysslands invasion av Ukraina, men grundar sig även allmänt på ökade geopolitiska spänningar samt tidigare underinvesteringar. Efter Rysslands invasion har en majoritet av NATO:s medlemsländer uttalat att de ska accelerera sina investeringar i försvar.

Diagram 12: Globala militära utgifter har vuxit med 3% per år de senaste fem åren...



Källa: Stockholm International Peace Research Institute (SIPRI), EPB

Diagram 13: ...vilket motsvarar strax över 2% av BNP



Källa: SIPRI, Statista, EPB

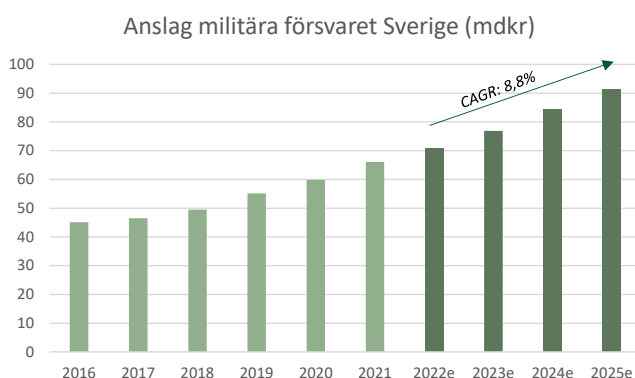
Sverige har ökat försvarsanslagen med 40% under 2022

MilDef har tydligt uttalat vilka marknader de väljer att adressera. Sverige och Norden är primärt i fokus, följt av stora marknader som Storbritannien och USA samt övriga NATO-medlemmar. Gemensamt för MilDefs fokusmarknader är att försvarsinvesteringarna som procent av BNP har minskat kraftigt sedan kalla krigets slut och majoriteten är nu underinvesterade. Efter Rysslands invasion av Ukraina har samtliga angett att de kommer öka investeringarna och de jobbar aktivt med att nå NATO:s mål om minst 2% av BNP.

I Norden har representanter från försvarsmakterna i samtliga länder bestämt att höja anslagen till respektive lands försvar. Länderna framhåller att det nu är viktigare än på länge att gemensamt rusta och förbereda för att tillsammans verka för fortsatt fred. Om Sverige och Finland ansluter sig till NATO, stärks denna allians ytterligare, vilket skapar förutsättningar för djupare samarbeten.

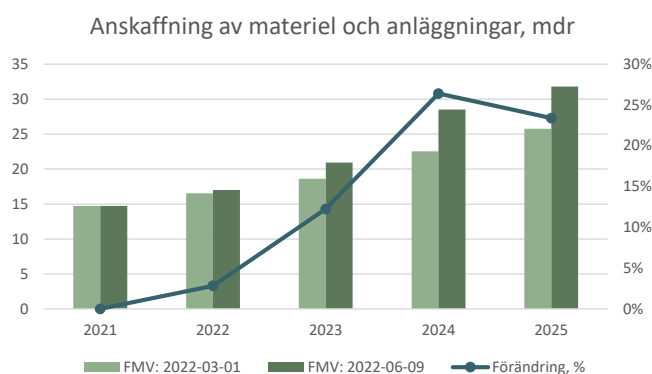
Sverige är i dagsläget MilDef:s viktigaste marknad. Totalförsvarspropositionen som regeringen släppte i juli 2022 innehöll förslag om att öka totalförsvarsbudgeten för åren 2021–2025 med totalt 40% jämfört med 2020 års budget, vilket innebär en ökning med totalt 27,5 mdkr. För 2025 ligger budgetförslaget på ca 91 mdkr (Diagram 14).

Diagram 14: Den svenska försvarsbudgeten ökar med 40% jämfört med 2020



Källa: Regeringen (2022-07-07), EPB

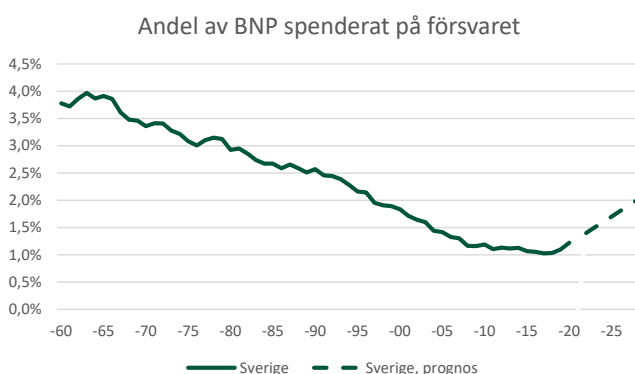
Diagram 15: Materiel och anläggningar är en stor del av detta



Källa: FMV (2022-03-01, 2022-06-09), EPB

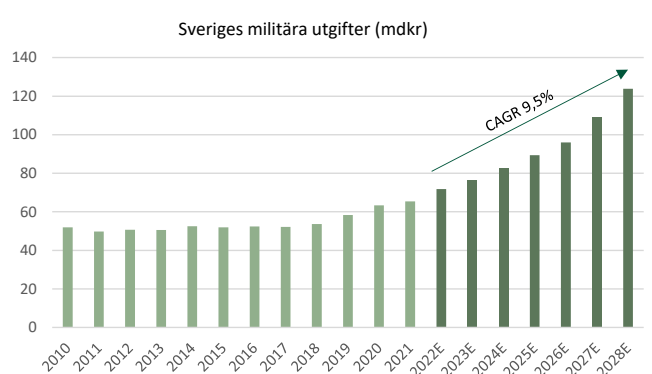
Sverige har sedan Rysslands invasion av Ukraina i februari 2022 kraftigt ökat försvarsbudgeten. Den första mars 2022 anlog FMV ett första budgetförslag, vilket under juni 2022 kom att revideras. I det reviderade budgetförslaget ökar FMV budgeten för 2022-2025 för anskaffning av materiel och anläggningar med 10–25% per år (Diagram 15). I absoluta tal innebär det nya anslaget att budgeten för 2025 ökar med 6 mdkr. I och med Sveriges NATO-medlemskapsansökan ämnar Sverige utöka försvarsbudgeten till 2% av BNP senast 2028.

Diagram 16: Andelen av BNP som spenderas på försvaret kommer öka kommande år



Källa: FMV, Världsbanken, EPB

Diagram 17: 9,5% CAGR 2022e-2028e



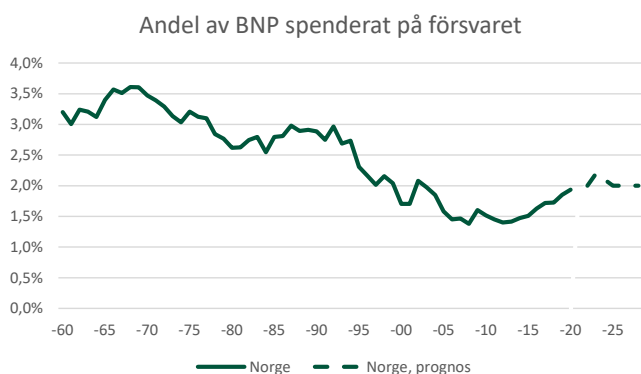
Källa: IMF, Världsbanken, EPB

Som framgår av Diagram 16 har Sverige under en lång period minskat försvarsbudgeten och under det senaste decenniet har andelen legat strax över 1% av BNP. Sedan Sverige ansökt om NATO-medlemskap har de höjt investeringsmålen för att nå NATO:s mål om 2% redan till 2028. Skulle detta uppnås, skulle andelen gå från 1,1% 2021 till 2,0% 2028. Applicerar vi detta på International Monetary Fund (IMF) estimerade BNP-tillväxt 2021-2027 och extrapolerar till 2028, kommer Sveriges militära utgifter för perioden att öka med 9,5% per år och knappt 90% totalt.

Norge har ökat anslagen till militären för 2023 med 10%

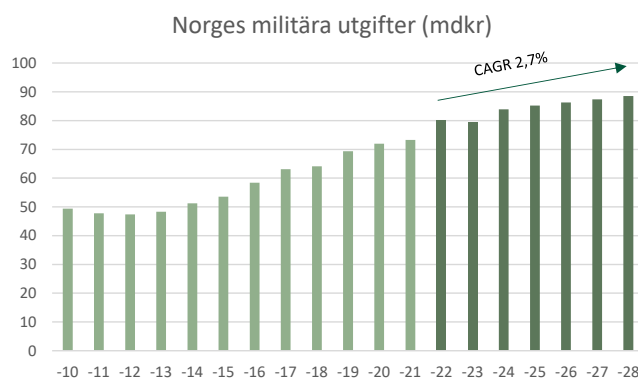
Norge var ett av de länder som var med och grundade NATO 1949 och har sedan dess varit en aktiv medlem. Under 2022 har Norge beslutat att öka sin försvarsbudget för 2023 med NOK 6,8 mdr, eller ca 10% till NOK 76 mdr. De ökade anslagen kommer främst att användas för att modernisera försvaret samt stärka Norges militära kraft i landets norra delar. De ökade anslagen beror på Rysslands framskjutna positioner i Ukraina.

Diagram 18: Norge har spenderat något mindre än 2% av BNP men kommer att öka anslagen



Källa: Världsbanken, EPB

Diagram 19: Försvarsanslagen växer med 3% till 2028e



Källa: Världsbanken, EPB

Norge har under en längre tid investerat mindre än 2% av BNP, men har sedan 2010 vänt den fallande trenden och närmade sig redan 2021 2%-målet. Under det kommande året överstiger budgeten 2%, för att sedan återgå till Norges långsiktiga mål om att investera i linje med NATO:s mål. Då Norge under flera år ökat sina investeringar blir ökningen för att nå 2% relativt liten. Applicerar vi IMF:s estimerade BNP-tillväxt för Norge 2021-2027 och extrapolerar till 2028, samtidigt som vi antar att Norge investerar 2% av BNP 2028, kommer Norges militära utgifter att öka med 2,7% per år och drygt 20% totalt (Diagram 19).

Tack vare Norges tidigare höga investeringstakt behöver de inte öka sina investeringar i samma grad som övriga Norden. Det som gör Norge intressant, trots den lägre ökningstakten, är landets mål om att modernisera och digitalisera sitt försvar, vilket bör gynna MilDefs utveckling.

Danmark ämnar digitalisera, modernisera och utveckla flottan samt investera i tyngre vapen

1949 var Danmark med som ett av nio länder att grunda NATO. Danmark har genom sin geografiska strategiska placering varit en mycket uppskattad medlem. Danmark binder samman Norden med Europa, samtidigt som de kontrollerar sundet till och från Östersjön. Under våren 2022 har Danmark valt att kraftigt öka investeringarna i sitt försvar. Målet är att inom bara något år nå NATO:s 2% mål. Under 2022 förväntas Danmark spendera ungefär 53 mdkr på sitt försvar. Deras investeringar ämnar främst att digitalisera, modernisera, utveckla flottan samt investera i tyngre vapen. De sistnämnda för att uppnå NATO:s andra mål om att 20% av budgeten skall spenderas på tyngre utrustning.

Diagram 20: Danmark har ökat försvarsanslagen senaste åren...

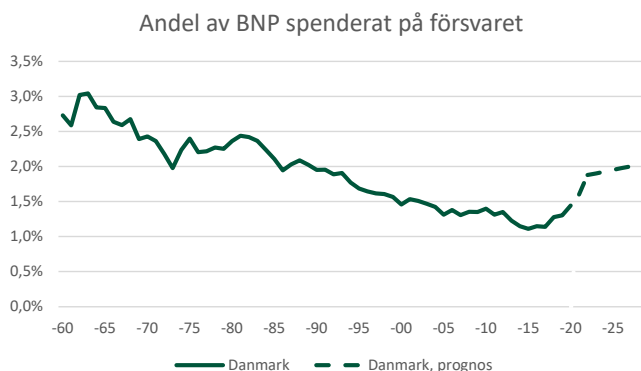
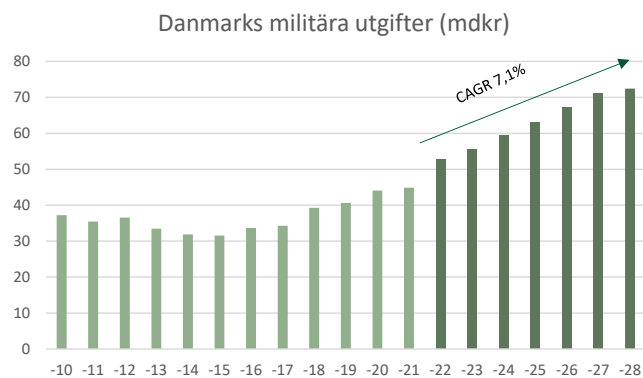


Diagram 21: ...men de är ändå underinvesterade och anslagen väntas växa 7% per år till 2028e



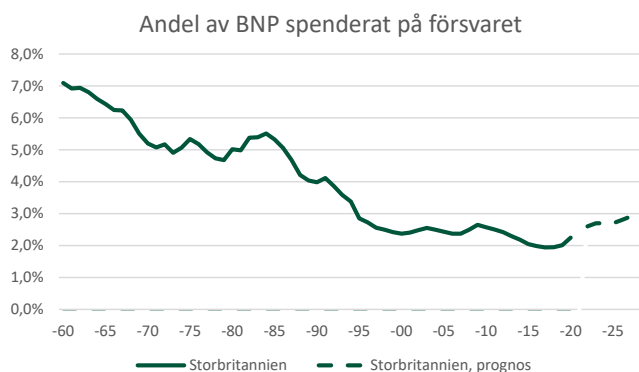
Danmark har sedan mitten på 80-talet spenderat mindre än NATO:s rekommenderade 2%. På grund av tidigare lägre investeringar är försvaret i dagsläget något underinvesterat. Landet har sedan tidigare haft ett långsiktigt mål att öka investeringarna, men i och med Rysslands krig i Ukraina har Danmark, i linje med andra medlemmar av NATO, påskyndat utvecklingen. Applicerar vi IMF:s estimerade BNP-tillväxt för Danmark 2021-2027 och extrapolerar till 2028, samtidigt som vi antar att Danmark investerar 2% av BNP 2028, ökar de militära investeringarna med 7,1% per år och drygt 60% totalt. Andra källor räknar med att Danmark kommer att öka sina militära investeringar med en CAGR kring 9%. Oavsett beräkning förväntas Danmark att öka sina investeringar kraftigt de kommande åren.

Danmark har, precis som Sverige, under en lägre tid minskat sina försvars investeringar. Därför är ökningen i båda dessa länders investeringar kraftigare än för exempelvis Norge. Vi antar därför att Danmark och Sverige kommer att vara stora bidragare till MilDef's fortsatta tillväxt.

Storbritannien investerar näst mest efter USA, men väntas ändå öka investeringarna med 5,5% per år

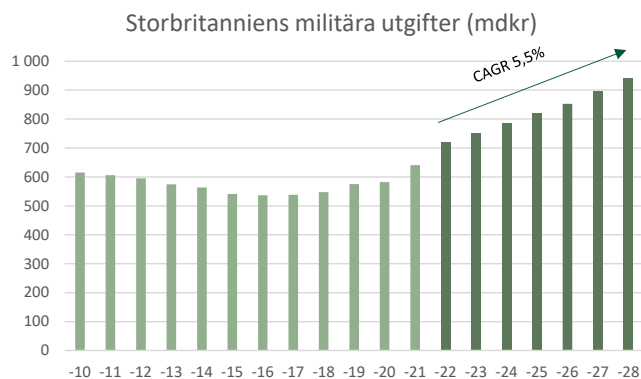
Storbritannien är efter USA det medlemsland i NATO som investerar mest i sitt försvar i absoluta tal. Storbritannien är en av NATOs hörnstenar och har så varit sedan grundandet 1949. Storbritanniens investeringar som andel av BNP har generellt varit någon procentenhet lägre än USAs, men utvecklingen har varit snarlikt. Det är bara under 2010-talet som Storbritannien investerat mindre än 2% av BNP. Ben Wallace, Storbritanniens försvarsminister, har uttalat sig om att landet ska investera minst 3% av BNP, vilket skulle innebära över GDP 100 mdr årligen, i sitt försvar till 2030.

Diagram 22: Storbritannien räknar med att öka investeringstakten till 3% av BNP till 2028e...



Källa: Världsbanken, EPB

Diagram 23: ...vilket gör att anslagen räknas växa med 5,5% per år



Källa: Världsbanken, IMF, EPB

Storbritannien har alltid investerat relativt mycket i sitt försvar, men precis som övriga världen har Storbritannien succesivt minskat sina investeringar med tiden. Det är endast under åren 2017–2018 som landet investerat mindre än 2% av BNP och de inledde redan innan 2022 en ökning av investeringsgraden. Räknar vi med International Monetary Fund (IMF) estimerade BNP-tillväxt för Storbritannien mellan åren 2021-2027 och extrapolerar till 2028, samtidigt som vi antar att Storbritannien investerar 3% av BNP 2028, ökar de militära investeringarna med 5,5% per år eller knappt 50% totalt.

Trots Storbritanniens relativt höga investeringar, räknar landet med att öka dessa markant de kommande åren för att 2030 investera ca. GDP 100 mdr per år. Investeringarna kommer att viga åt flygvapnet, u-båtar, infanteriet med mera. De har inte en lika uttalad strategi att digitalisera och modernisera försvaret, men det är ett givet inslag i de övriga satsningarna.

Ändrad balans inom NATO skapar nya möjligheter

NATO grundades 1949 av de tolv medlemsländerna Belgien, Kanada, Danmark, Frankrike, Island, Italien, Luxemburg, Nederländerna, Norge, Portugal, Storbritannien och USA. Sedan dess har ytterligare 18 länder anslutit och ytterligare fem (Bosnien och Hercegovina, Finland, Georgien, Sverige och Ukraina) har meddelat att de är intresserade av medlemskap.

2006 kom medlemsländerna överens om att minst 2% av medlemsländernas bruttonationalprodukt (BNP) ska öronmärkas till försvarsbudgeten. Det råder en investeringsobalans inom NATO, då USA spenderar mer än dubbelt så mycket som de övriga medlemmarna tillsammans på sitt försvar. Denna obalans har varit mer eller mindre konstant sedan terrorattackerna 11 september 2001 då USA ökade sin försvarsbudget markant. NATO-samarbetet vilar i hög grad på USA:s resurser kring underrättelser, övervakning och spaning.

Effekterna av finanskrisen 2007–2009 ledde till att många länder succesivt minskat sina försvarsbudgeter fram till 2014, vilket har synliggjort ytterligare obalanser mellan medlemsländerna. Bland medlemmarna, exklusive USA, står Frankrike, Tyskland och Storbritannien tillsammans för 50% av den totala försvarsbudgeten. Efter att Ryssland annekterade Krim 2014, kom medlemsländerna överens om att trenden av minskade andel BNP måste vända. Under 2014 var det endast tre medlemsländer som investerade i linje med överenskomna 2% av BNP, men antalet ökade till nio under första halvan av 2022. Efter Rysslands attack mot Ukraina under början av 2022, har samtliga medlemmar åtagit sig att skyndsamt öka försvarsinvesteringarna.

Militärens digitalisering driver acceleration av ruggade produkter

Digitalisering kommer att vara en central del av upprustningen av bland annat svenska Försvarmakten. För ungefär ett år sedan lades digitaliseringen in i Försvarmaktens strategiska inriktning framåt. Projektet, som kallas Röbi (realisering av överbefälhavarens inriktning) har av Försvarmakten beskrivits som en av de största digitala satsningarna i Sverige. När ÖB tog beslutet 2021 skapades en helhetsbild av vad digitaliseringen kräver – tekniskt, personellt, hur processer påverkas och hur informationshanteringen ska se ut. På det byggdes en helhetsbild utifrån en strategisk arkitektur.

Den ökade digitaliseringen kommer att driva en acceleration av taktisk IT och ruggad försvarselektronik. 2021 uppgick marknaden för ruggad försvarselektronik till USD 15mdr och tillväxten estimeras accelerera från 3,2% per år till 4,7% kommande år.

Acceleration av marknaden...

Säkerhet och försvar står för en absolut majoritet av marknaden för ruggad elektronik (Diagram 26). Enligt Arthur D. Little står ruggade datorer och nätverk för 87% av marknaden, medan ruggade skärmar står för 12% (Diagram 27).

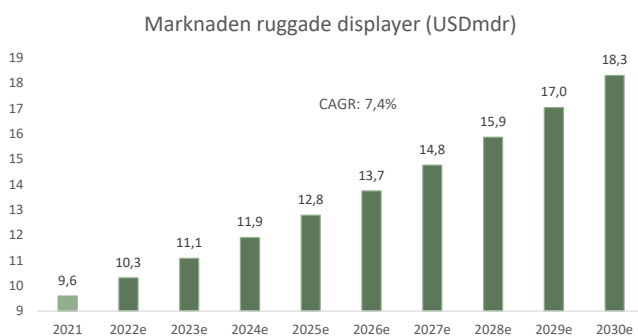
Arthur D. Little tror att marknaden för ruggad försvarselektronik var cirka USD 15mdr 2021 och att tillväxten på 3,2% per år 2016-21 kommer accelerera till 4,7% 2022-25 (Diagram 25). Ökad digitalisering och fortsatt penetration av IoT (Internet of Things) driver ökad tillväxt, samtidigt som ökade försvarsanslag finansierar länders moderniseringsprogram. Gamla IT-system ersätts med nya som också dimensioneras för nya teknologier.

Fem trender som driver tillväxten i taktisk IT

Det är breda makrotrender som driver tillväxten i taktisk-IT. Vi har identifierat fem av de mest tongivande faktorerna som driver tillväxten inom ruggad försvarselektronik, mjukvara och tjänster. Dessa är: digitalisering och IoT, ökade försvarsanslag i flertalet länder, moderniseringsprogram, nya teknologier samt betydelsen av totalförsvar:

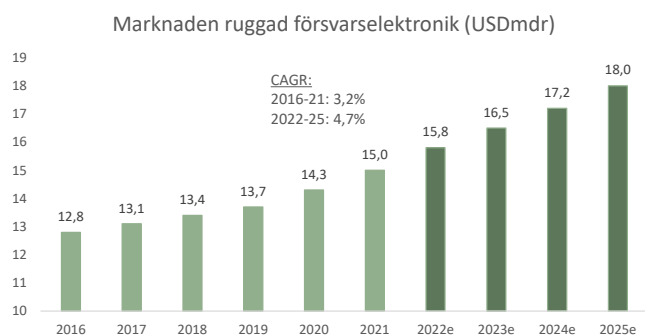
- **Digitalisering och IoT** är en stark trend som inte bara sker i det civila samhället, utan har en avgörande betydelse även inom säkerhet, kritisk infrastruktur och försvar. Försvaret måste hänga med i den tekniska utvecklingen och det ställer ökade krav på IT-systemen. Systemen måste ha högre prestanda för att hantera den data som krävs, och samtidigt behålla samma säkerhet, både fysiskt och tekniskt.
- **Ökade försvarsanslag i flera länder** till följd av en osäkrare omvärld, samt att det under en längre tid skett en strukturell underinvestering inom försvar. I många länder krävs ökade investeringar för att öka tryggheten både nationellt, regionalt och globalt.
- **Moderniseringsprogram** är ett måste för att kunna möta ovanstående mål. För att genomföra detta krävs att äldre materiel byts ut och ersätts av modernare system, vilka kan hantera de ökade kraven som ett modernt och digitaliserat system kräver.
- **Nya teknologier** har, som vi tidigare varit inne på, stor påverkan på ruggad försvarselektronik. Exempelvis kräver bättre sensorsystem och olika former av fjärrstyrda farkoster högre krav på elektroniken som används för att driva dessa.
- **Betydelsen av totalförsvar** har ökat, vilket innebär att försvar som term utvidgas för att i allt större utsträckning även inkludera trygghet i samhällsviktiga funktioner i tillägg till militärt försvar. Tanken är att försvaret i en allt större utsträckning skall bidra i situationer av krishantering. Exempel på händelser kan innefatta byggnation och bemanning av fältsjukhus, stödjande insatser vid naturkatastrofer samt andra liknande ordinära situationer. Denna trend driver på ökade anslag till försvarssektorn. För att effektivare hantera dessa situationer används i allt högre grad mer avancerad teknik och AI vilket kräver mer datorkapacitet samt avancerade IT-system.

Diagram 24: Marknaden för ruggade displayer växer 7% per år



Källa: Precedence Research, EPB

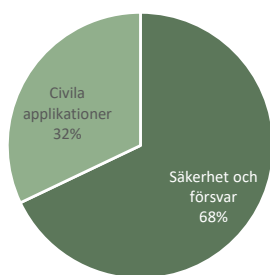
Diagram 25: Marknaden för ruggad försvarselektronik accelererar kommande år



Källa: Arthur D Little, MilDef, EPB

Diagram 26: Säkerhet och försvar står för två tredjedelar av marknaden för ruggad elektronik...

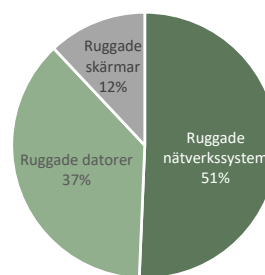
Andel av ruggad elektronik (2021)



Källa: Arthur D Little, MilDef, EPB

Diagram 27: ...och nätverkssystem är hälften av marknaden för ruggad försvarselektronik

Andel av ruggad försvarselektronik (2021)



Källa: Arthur D Little, MilDef, EPB

...men med ökade försvarsanslag är prognosen troligen konservativ

Marknaden för ruggad elektronik påverkas av storleken på och utvecklingen av länders försvarsanslag. På NATO-mötet i Wales 2014 beslutades att alla NATO-länder skulle ha som målsättning att öka försvarsanslagen mot 2% senast 2024. Dessutom bestämdes att medlemmarna ska spendera minst 20% av sina anslag på ny utrustning. Utöver detta har EU-länderna enats om att allokera 80 mdkr mellan 2021-27 till European Defense Fund för att stärka den europeiska försvars-, tekniska- och industriella basen.

Som diskuterats ovan är det troligt att ovanstående trender kommer accentueras i spåren av kriget i Ukraina och de svenska och finska NATO-ansökningarna – tillväxten kan mycket väl bli högre och komma snabbare än vad som estimerats.

Förvärv är en kritisk del av strategin

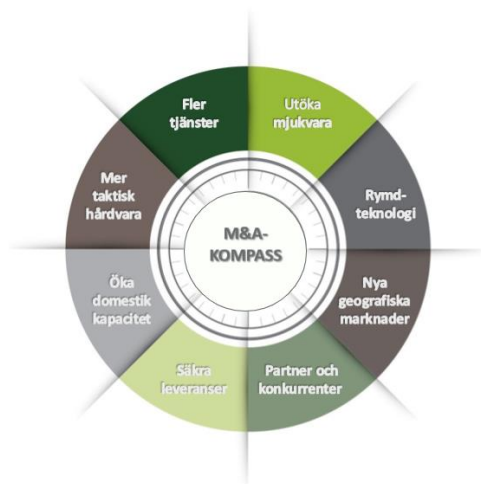
Med förvärven av Handheld, Defcon och Sysint de senaste tre åren har MilDef uppfyllt målet att göra ett signifikant förvärv per år. Bolaget har en tydlig förvärvsstrategi och eftersom de ej integrerar förvärven fullt ut, är det viktigt att tydliga kriterier finns. Förutom att ledningen ska vilja vara kvar, så ska förvärven innebära kompletterande produkter och/eller geografisk expansion.

Tydlig förvärvsstrategi

MilDef har arbetat fram en modell för att på ett strukturerat sätt identifiera, adressera och utvärdera förvärvsobjekt samt efter genomförd transaktion integrera dem. Bolaget utvärderar och bearbetar aktivt en lista med möjliga objekt. Listan hanteras systematiskt för att kunna driva en handfull dialoger med syftet att generera transaktioner. I kombination med integrationsmodellen som fokuseras på positiva synergieffekter och mjuk integration kan bolaget hålla en högre förvärvstakt.

För att kvala in på listan finns tydliga kriterier som ska bedöma förvärvskandidatens strategiska värde samt vilka operativa krav som måste uppfyllas för att det ska vara en intressant kandidat. Kandidaten måste tillföra strategiskt värde och samtidigt prestera en operativ utveckling för att kvala in på MilDefs lista. Det är viktigt att nyckelpersonerna i bolaget vill fortsätta i verksamheten. Tanken är att förvärvade enheter fortsätter att driva sin utvecklingsagenda utan att integreras helt och hållet i MilDef. MilDef söker således främst positiva synergier på intäktsidan snarare än kostnadsbesparingar, även om kostnadsbesparingar är ett normalt inslag. För att tydligt visualisera MilDefs krav har de utformat en förvärvskompass (Figur 6).

Figur 6: MilDefs förvärvskompass



Källa: MilDef, EPB

Figur 7: Exempel från Handhelds produktportfölj



Källa: Handheld, EPB

Utöver att passa ovanstående strategiska krav krävs det att förvärvskandidaten uppfyller följande operativa krav:

- Outnyttjad potential i befintligt erbjudande
- Mervärde via MilDefs marknadskanaler och/eller organisation
- Kompatibel företagskultur och värderingar

Potentiella förvävsobjekt måste således bidra med strategiska synergier och bör vara en "oslipad diamant" med driven ledning. Genom dessa krav identifierar MilDef kandidater som de vill kontakta för en djupare granskning (Due Diligence, DD). Då dotterbolaget efter förvärvet i stort fortsätter sin verksamhet precis som tidigare, är uppfyllnad av kriterierna centralt. Eftersom MilDef inte är inne och detaljstyr förvärvens dagliga verksamhet vill de vara säkra på att de arbetar i samma riktning som övriga koncernen.

MilDef har som mål att genomföra ett signifikant förvärv per år och har gjort ett antal kritiska förvärv de senaste åren. Vi tycker att förvärven av Handheld, Defcon och Sysint, vilka beskrivs nedan, på ett bra sätt exemplifierar förvävsstrategin.

Handheld utökar produktportföljen och breddar kundbas och marknadsnärvaro

Förvärvet av Handheld slutfördes under slutet av september 2022 och är därmed det senaste förvärvet. De tillverkar stryktåliga mobila datorer, såsom ruggade handdatorer och robusta surfplattor. Produkterna är inte riktigt lika stryktåliga som MilDefs övriga sortiment och kompletterar därmed övrigt sortiment. Handheld har dotterbolag som sträcker sig över hela världen och har lokal närvaro i Finland, USA, Storbritannien, Tyskland och Schweiz, Italien, Nederländerna och Australien. Kundbasen består av över 700 kunder i mer än 80 länder. Under 2021 omsatte Handheld 191 mkr med en EBITDA-marginal om 15%. För 2022 förväntas bolaget att öka omsättningen tvåsiffrigt samt bibehålla sin marginal på 15%.

Förvärvet av Handheld bidrar utöver en utökad produktportfölj en ny, bredare kundbas samt ökad marknadsnärvaro på prioriterade marknader. MilDef bedömer att det med bakgrund av förvärvet skapas möjligheter för intäktssynergier som inom två till tre år bedöms uppgå till 50–100 mkr på årsbasis. Intäktssynergierna utgörs främst av korsförsäljningar där MilDefs kunder väljer Handhelds produkter, vilka är billigare, men inte lika hållbara. När försvaret snabbt ska digitalisera sina organisationer har MilDef märkt att fokus skiftat från att tidigare enbart handla om kvalitet och lång hållbarhet, till att prioritera en enklare upphandling och då välja något enklare och billigare produkter. Utöver intäktssynergier räknar MilDef med kostnadssynergier på 0–5 mkr.

Den initiala köpeskillingen var 350 mkr, vilket motsvarar ca 10x prognostiserad EBITDA för 2022. Förvärvet finansieras med en blandning av kontanter (270 mkr, eller ca tre fjärdedelar) och en del nyemitterade aktier (80 mkr). Om gemensamt överenskomna mål för 2022 överträffas kan en tilläggsköpeskillning om maximalt 100 mkr tillkomma.

Defcon adderade integrationstjänster till MilDefs produktutbud

MilDef förvärvade Defcon, som primärt tillhandahåller integrationstjänster till försvarsmarknaden i Sverige, sommaren 2021. Genom förvärvet breddade MilDef sitt erbjudande med konsult- och integrationstjänster. Defcons spetskompetens och djupa relationer i Sveriges försvarsmarknad var avgörande för förvärvets genomförande. Förvärvet förväntas ge synergieffekter primärt på den svenska marknaden, men även internationellt genom det breddade erbjudandet. Omsättningen ökade från 92 mkr 2020 till ca 107 mkr 2021, med ett rörelseresultat om ca 12 mkr, motsvarande en rörelsemarginal på nästan 12%. Antalet anställda var vid förvärvstillfället ungefär 40 personer.

Köpeskillingen uppgick till 160 mkr och en tilläggsköpeskillning om 40 mkr kan under 2021–2023 komma att betalas ut, beroende på Defcons prestation.

Sysint ökade andelen mjukvara

Norska Sysint, som levererar mjukvara och tjänster till norska myndighets- och industrikunder, förvärvades under våren 2021. Under två årtionden har bolaget levererat IT-tjänster och mjukvara till försvar, myndigheter och samhällsviktiga sektorer inom hälsa och energi. Bolaget har utvecklat mjukvaran OneCIS, vilket är ett NATO-kompatibelt system som säkerställer en snabb och säker utrollning av nya IT-system. Tillsammans med MilDefs övriga erbjudande inom hårdvara skapar Sysint ett starkt helhetserbjudande.

Under 2021 uppgick omsättningen och rörelseresultatet till ca NOK 88m och 16m, med ungefär 25 anställda. Detta kan jämföras med 2020 och 2019 då omsättningen uppgick till NOK 78m och 72m och EBIT till 4,8m och 3,8m. Köpeskillingen uppgick till ca 700,000 nyemitterade aktier, en kontantbetalning om NOK 48m samt en potentiell tilläggsköpeskillning om NOK 11m baserat på EBIT-resultatet för 2022.

Sysint bidrog med flera saker på kompassen. Den första och mest uppenbara är mjukvara och utökade tjänster som bidrar till MilDefs erbjudande. Utöver produkter innebär förvärvet av Sysint en fördjupad närvaro i Norge, vilket hjälper fortsatt tillväxt inom Norge, men det stärker också relationen till Nato.

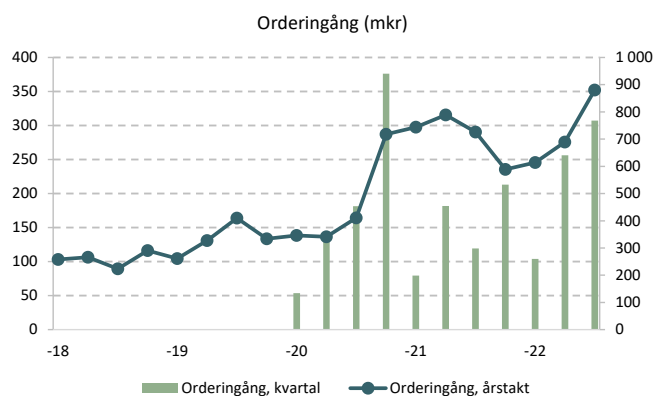
Estimat

Våra prognoser bygger enbart på organisk tillväxt, trots bolagets tydligt uttalade förvärvsstrategi. Vi anser det vara för osäkert att inkludera förvärv i estimatet då vi inte vet hur det förvärvade bolagets omsättning, marginal eller värdering är, samt hur förvärvet finansieras. Våra prognoser är således något under MilDefs uttalade tillväxtmål. Anledningen är att vi inte inkluderar förvärv i våra estimat. Med våra prognoser växer MilDef med hög tvåsiffrig CAGR 2022–2027 med en medelhög, tvåsiffrig EBITDA marginal. MilDefs i dagsläget starka balansräkning stärks ytterligare av de kommande årens starka kassaflöden. Bolagets fina kassaflöden skapar extra utrymme för ledningen att agera på potentiella förvärv.

Stark ordergång och orderbok borgar för ett starkt avslut på 2022 och start på 2023

MilDef har under 2022 haft en stark ordergång (Diagram 28), vilket successivt stärkt orderboken. Under Q3'22 passerade orderboken 1 mdkr. Det är värt att poängtera att enligt bolaget är ökningen än så länge orelaterad till högre försvarsbudgetar, som vi har diskuterat ovan, vilket innebär att det finns en stark underliggande efterfrågan på MilDefs produkter. Vi ser positivt på utvecklingen och räknar med att efterfrågan på MilDefs produkter borde accelerera framöver. Den starka orderboken – book-to-bill i årstakt var 1,41x i Q3'22 (Diagram 29) – kommer driva försäljningen de kommande åren.

Diagram 28: Ordergången i årstakt nådde sin högsta nivå någonsin i Q3'22



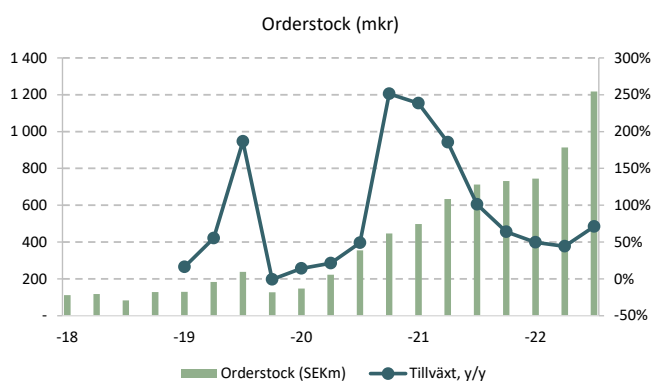
Källa: Bolaget, EPB

Diagram 29: Orderboken är historiskt stark



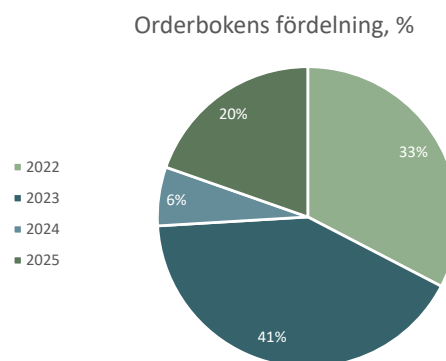
Källa: Bolaget, EPB

Diagram 30: Orderboken nådde en ny nivå i Q3



Källa: Bolaget, EPB

Diagram 31: En tredjedel av orderboken kommer levereras i Q4'22



Källa: Bolaget, EPB

MilDefs orderbok passerade nyligen 1 mdkr och den klara majoriteten av boken ska levereras inom 2 år (Diagram 30 & 31). Q4 är det säsongsmässigt starkaste kvartalet, vilket återspeglas i att den återstående orderboken för 2022 är ungefär lika stor som omsättningen för de tre föregående kvartalerna tillsammans. Historiskt har 43–65% av intäkterna kommit under Q4.

Den starka orderboken indikerar redan nu att försäljningen för 2023 kommer att vara god. Vi räknar med att de utökade försvarsbudgetarna kommer att märkas av under 2023, för att sedan accelerera de kommande åren.

I orderboken inkluderas bara de order som faktiskt är avropade. Således inkluderas inte de stora ramavtalen, så tillvida att avrop ej skett, i orderboken. I våra estimat har vi, för att få en bild av framtida efterfrågan, fördelat avropen jämnt över avtalstiden.

Har tecknat ett antal stora kontrakt under 2020

Med ett flertal stora kontrakt under 2022 känner vi att MilDef på många sätt har tagit nästa steg i sin resa under året. De har bland annat tecknat avtal med en icke-nämnd NATO-nation som löper på 20 år samt ett 7-årskontrakt med FMV:

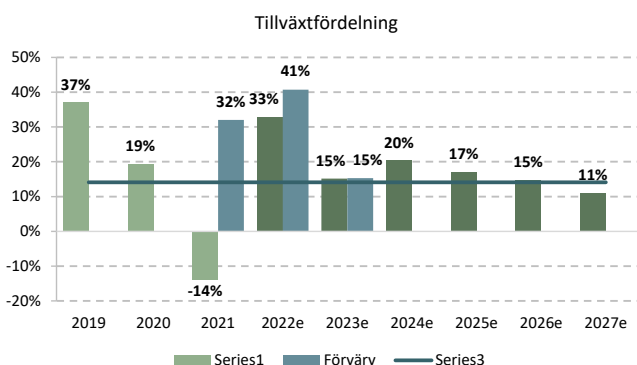
- *FMV och svenska Försvarsmakten, 7 år, 870 mkr (maj 2022)*. Avtalet är ett av bolagets mest heltäckande avtal någonsin. Det inkluderar produkter inom hela MilDefs produktportfölj – både hård- och mjukvara samt tjänster. Ramavtalet fördjupar samarbetet mellan MilDef och den svenska Försvarsmakten och leder både till att MilDef stärker sin relation till FMV och att de blir alltmer integrerade i den planerade digitaliseringen av det svenska försvaret. Jämnt fördelat över avtalsperioden skulle avtalet innebära intäkter om ca 124 mkr per år.
- *Ospecificerad försvarskoncern i USA, ca 50 mkr (juni 2022)*. Ordern, som är för taktisk IT från en av de största globala försvarskoncernerna i USA, är den hittills största i USA. Ordern är för 400 specialanpassade laptops för användning inom den amerikanska armén med leverans i slutet av 2022. Ordern är en uppföljning av en pilotbeställning från 2021 och validerar säkerheten i MilDefs produkter, samtidigt som avtalet visar att produkterna har en plats i det moderniseringsprogram som USA genomför.
- *Ospecificerad NATO-nation, 20 år, ca. 2 800 mkr (augusti 2022)*. Avtalet är ett ramavtal och är MilDefs största någonsin. Uppdraget är att modernisera och digitalisera landets försvarsmakt, vilket bland annat innebär att uppgradera taktisk IT som ska integreras i en helt ny flotta av militära fordon. Nationen vände sig till MilDef för att få ta del av MilDefs kompletta utbud inom hårdvara, programvara samt nätinfrastruktur. Vi vet inte när eller hur stora avropen kommer att vara, men skulle avropen komma jämnt under avtalsperioden, skulle avtalet ge en intäkt på 140 mkr per år.
- *Rheinmetall BAE Systems Land (RBSL), 10 år, 275 mkr (Q4 2022)*. Kontraktet avser serieleveranser av Generic Vehicle Architecture (GVA), kompatibla besättningsstationsdatorer, servrar och switchar för den brittiska arméns mekaniserade infanterifordon (MIV), taktisk IT med leveranser som bedöms starta under 2023. För att leverera denna order samt stärka sin närvaro på den brittiska marknaden har MilDef under november 2022 startat produktion i Cardiff, Wales.

Hög tvåsiffrig organisk tillväxt kommande fem år

MilDef agerar på en marknad som möter en ökad efterfrågan under kommande år. Vi bedömer att MilDef befäst sin position inom sitt segment – teknik och IT – vilket är ett av de segment som förväntas växa snabbast inom försvarsindustrin. Som en svensk aktör med dotterbolag och samarbeten inom flera NATO-anslutna länder, räknar vi med att MilDef tar marknadsandelar och växer snabbare än underliggande marknad. Om Sveriges ansökan om NATO-medlemskap godkänns anser vi att MilDefs position förstärks ytterligare.

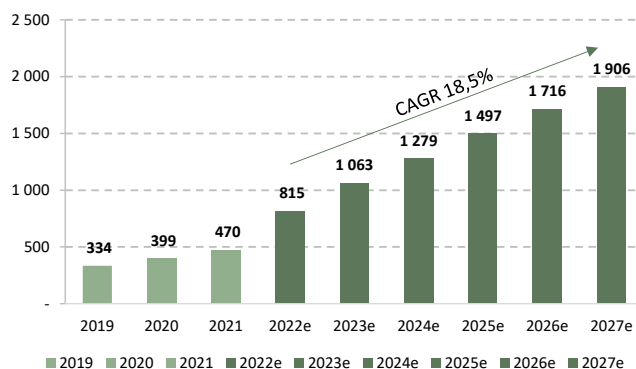
I våra prognoser räknar vi endast med organisk tillväxt. Vi räknar således inte med att MilDef genomför några ytterligare förvärv. Vi väljer att inte räkna med förvärv då vi anser att det är för osäkert att anta det förvärvade bolagets omsättning, värdering samt finansiering av förvärvet. Med potentiella förvärv ser vi att det finns ytterligare uppsida utöver våra estimat.

Diagram 32: vi räknar därmed att MilDef kommer att fortsätta sin snabba organiska tillväxt



Källa: Bolaget, EPB

Diagram 33: 18,5% CAGR 2022-2027

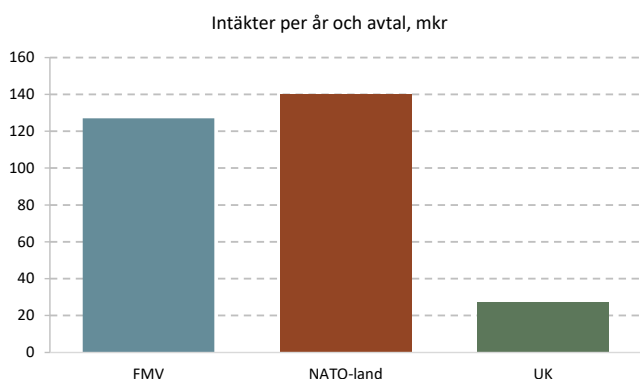


Källa: Bolaget, EPB

Vi bedömer att den organiska tillväxttakten faller under 2023, men att den accelererar igen 2024 (Diagram 32). Anledningen är de långa ledtiderna – vi förväntar oss att det dröjer innan länders ökade försvarsbudgetar helt återspeglas i MilDefs omsättning.

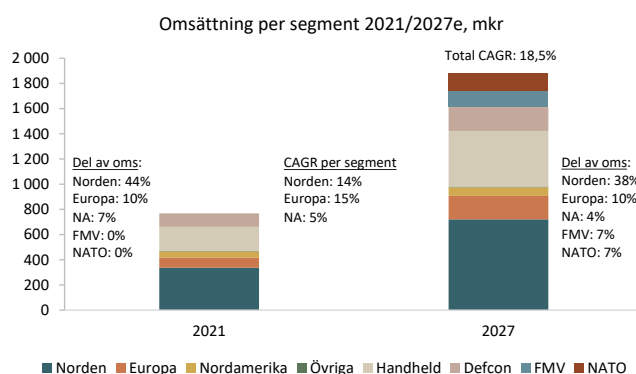
Våra estimat återspeglar vidare att de fleråriga ramavtalen blir avropade jämnt under avtalsperioden. De tre stora avtalen som har slutits under 2022 (se beskrivning ovan) skulle med jämn avräkning bidra med knappt 300 mkr per år (Diagram 34 & 35) och totalt vi ser hög tvåsiffrig CAGR de kommande fem åren (Diagram 33, inkluderar enbart redan gjorda förvärv). Om fem år räknar vi med att Norden kommer att fortsätta vara bolagets viktigaste region följt av Europa och Nordamerika. Vi ser högst tillväxtpotential i Europa till följd av det mångåriga avtalet med det ospecificerade NATO-landet samt att regionen generellt är underinvesterad.

Diagram 34: intäkter per år från mångåriga avtal med jämnt fördelade avrop



Källa: Bolaget, EPB

Diagram 35: Intäkter per geografi, fleråriga ramavtal samt nyligen genomförda förvärv



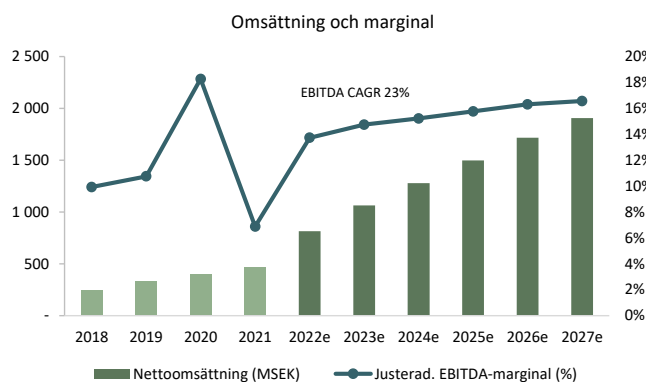
Källa: Bolaget, EPB

Medelhög tvåsiffrig EBITDA-marginal under hela prognosperioden

MilDef har som mål att nå en EBITDA-marginal om minst 10% över tid, men vi ser potential för dem att slå sitt mål, vilket stöds av historiken.

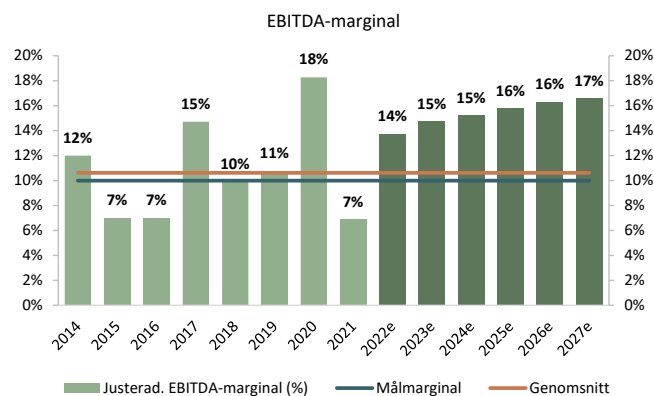
Vi ser medelhög tvåsiffrig EBITDA-marginal under hela prognosperioden (Diagram 37). Expansionen drivs bland annat av att försäljningen av ramavtalen är mer personalintensiv än avräkningen, att produktmixen skiftar mot egna produkter och högre andel mjukvara samt materialiserade intäcks- och kostnadssynergier mellan koncernens dotterbolag.

Diagram 36: Omsättningsökningen driver EBITDA ökning om CAGR 23%



Källa: Bolaget, EPB

Diagram 37: Vi räknar med att MilDef kan nå en ny högre nivå



Källa: Bolaget, EPB

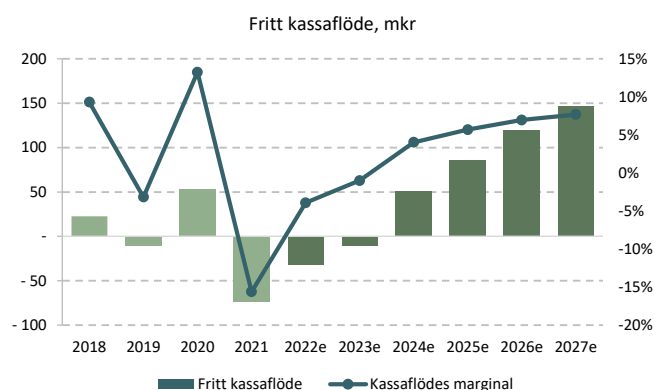
Låga investeringsbehov driver kassaflödet

Vi ser inte att MilDef ska behöva genomföra några större investeringar kommande år för att öka intäkterna och ser därmed en god kassaflödesgenerering under prognosperioden (Diagram 38). Investeringen i den nya produktionsenheten i Cardiff bedöms till 5–10 mkr och tas under 2022. Med en ökande andel tjänster och mjukvara kommande år minskar behovet av ytterligare investeringar.

Värt att beröra är att det finns en viss förskjutning i kassaflödet mellan åren. Förskjutningen beror på att Q4 står för en stor del av omsättningen medan kassaflödet för densamma genereras först efterföljande kvartal. Därav förskjuts kassaflödet ofta ett bokslutsår.

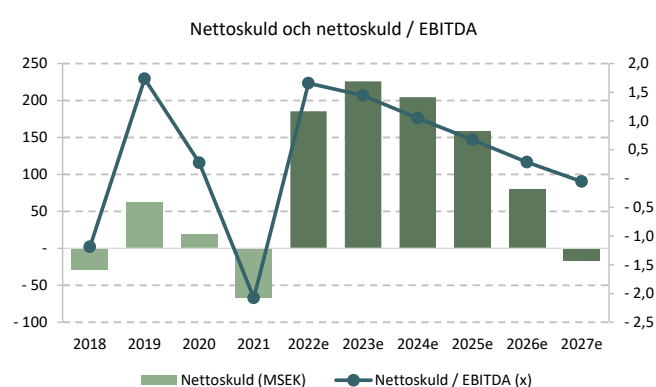
Med MilDefs fina kassaflödesgenerering samt att vi räknar med att MilDef inte upptar några nya lån minskar nettoskuden succesivt kommande år. Under slutet av vår prognosperiod har MilDef negativ nettoskuld, trots att vi räknar med att bolaget delar ut mellan 20–40% av vinsten varje år. Vi anser att både balansräkning och kassaflöde lämnar utrymme för ytterligare belåning.

Diagram 38: Låga investeringsbehov driver kassaflödena kommande år...



Källa: Bolaget, EPB

Diagram 39: ...och det finns utrymme i balansräkningen för fortsatta förvärv



Källa: Bolaget, EPB

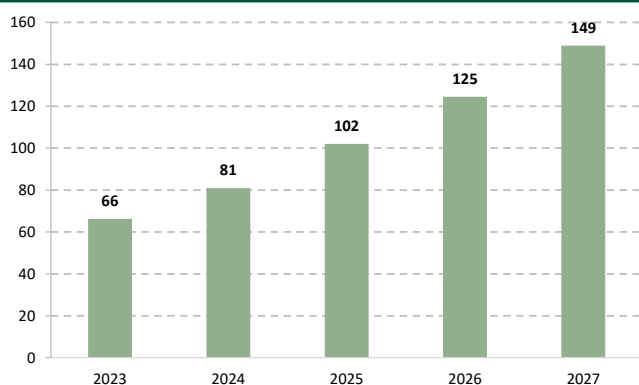
Gott om utrymme för förvärv i balansräkningen

Som vi tidigare nämnt har MilDef en uttalad strategi om att genomföra minst ett förvärv per år. Förvärvet ska helst vara i storleksklassen 10–30% av MilDefs egen omsättning och de söker bland annat efter att förvärva mjukvarubolag verksamma inom IT-säkerhet. Om det potentiella bolaget möter de strikta krav som ställs på mjukvara inom försvarsindustrin är MilDef villiga att betala högre multiplar än vad de historiskt gjort. Vi förväntar oss främst förvärv i Norden, men utesluter inte förvärv i Storbritannien, Tyskland eller USA.

Vid tidigare förvärv har MilDef (exklusive tilläggsköpeskillning) varierat mellan 1,5–2,5x EV/S och mellan 7,5–12,5x EV/EBITDA. Med våra prognoser för 2023–2027 innebär det att framtida potentiella köpeskillningar kommer att variera 150 – 1 200 mkr.

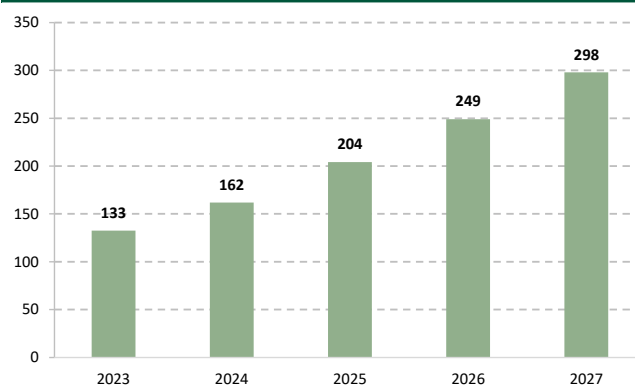
Vi ser balansräkningen som stark med gott om utrymme för ökad belåning. Om vi antar EV/S 2x (historiska förvärvsmultiplar har varit mellan 1,5–2,5x EV/S och 7,5–12,5x EV/EBITDA) på framtida förvärv, beräknar vi att MilDef skulle kunna addera 7% försäljning per år med enbart kassan. Det innebär med andra ord att MilDef kan förvärva en omsättning på ca. 520 mkr. Med ytterligare kapitalisering kan summan givetvis öka.

Diagram 40: Totalt räknar vi med att MilDef ska kunna förvärva ca. 520 mkr omsättning kommande år



Källa: EPB

Diagram 41: Vi räknar med att MilDef ska klara finansieringen med en blandning av kassa och skuld



Källa: EPB

Värdering

Då orderboken är så pass lång som den är och då marknaden är relativt stabil över tid samt är kontracyklisk då den beror på politiska beslut, värderar vi MilDef med en kassaflödesanalys. Med en WACC på 8%, långsiktig EBIT-marginal på 15% och långsiktig tillväxt på 3% får vi ett värde på 95 kr. Våra estimat inkluderar inte förvärv, men skulle vi lägga till M&A som enbart görs med egen kassa ser vi ytterligare 27 kr i potential. Vi sätter ett motiverat värde på 94–96 kr.

Vår DCF-analys ger ett värde på 95 kr per aktie

På grund av de stabila kassaflödena, den långa orderboken samt avsaknaden av noterade jämförelsebolag värderar vi MilDef med en diskonterad kassaflödesanalys (DCF). För att ställa vår värdering av MilDef i relation till övriga börsen har vi valt att jämföra MilDef med värderingen på bolag som beräknas ha ungefär samma tillväxt och marginal, oavsett verksamhet.

I våra beräkningar använder vi WACC på 8%, en uthållig rörelsemarginal på 15% och en långsiktig tillväxt på 3% (Tabell 1). Då MilDef verkar inom en bransch och segment med stabil efterfrågan samt långa orderböcker och där slutkunder är myndigheter och stater och motpartsrisken därmed kan anses vara obefintlig samtidigt som inträdesbarriärerna är extremt höga, ser vi 8% som en rimlig nivå. Dessutom ser vi låg finansiell risk i MilDef – bolaget är välkapitaliserat och kommer inte behöva extra kapital för att driva verksamheten. Baserat på analysen sätter vi ett motiverat värde på 94–96 kr.

Tabell 1: DCF – antaganden och slutsatser

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	1 060	Risikfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	2 941	Riskpremium	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	15,0%
Företagsvärde (EV)	4 001	Småbolagspremie	0,0%	Avskrivningar, % av omsättning	3,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	199	Extra risk-premie	0,0%	Capex, % av omsättning	3,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	WACC	8,0%	Rörelsekapital, % av omsättning	31,7%
Eget kapital	3 801			Skattesats	22%
Antal utstående aktier, full utspädning	40				
Eget kapital per aktie	95				

Källa: EPB

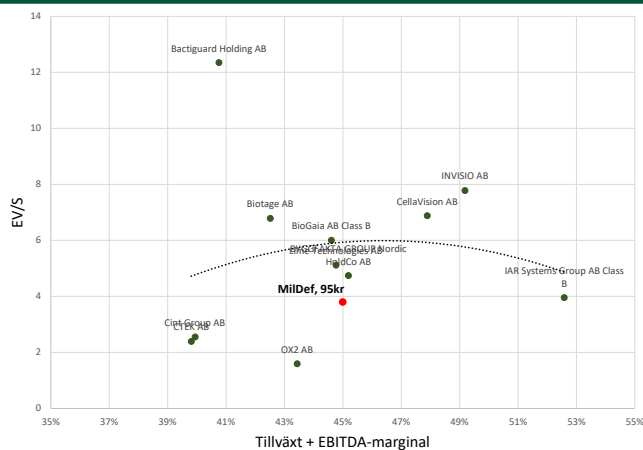
Tabell 2: DCF - känslighetsanalys

		Long-term growth rate					Long-term EBIT margin						
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%			10,0%	12,5%	15,0%	17,5%	20,0%
WACC	7,0%	104	114	126	141	162	WACC	7,0%	84	105	126	147	168
	7,5%	92	100	109	120	135		7,5%	73	91	109	127	145
	8,0%	82	88	95	104	115		8,0%	64	80	95	111	127
	8,5%	74	79	84	91	100		8,5%	57	71	84	98	112
	9,0%	67	71	75	81	88		9,0%	51	63	75	88	100

Källa: EPB

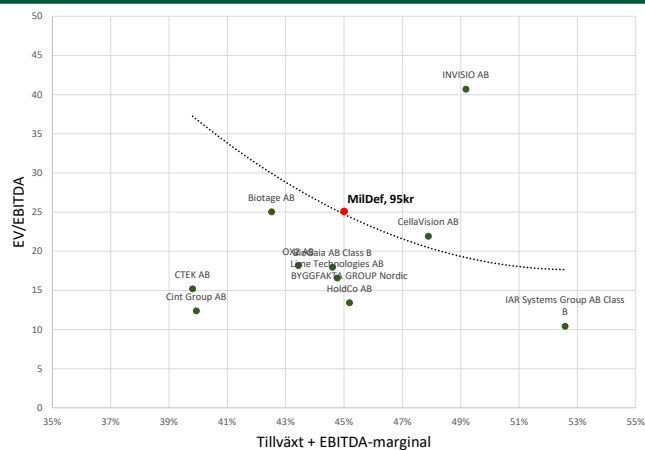
Mittpunkten i vårt motiverade värde ger implicit EV/S och EV/EBITDA för 2023 på ca 3,8x och 25,5x. Vi har jämfört multiplarna med en grupp bolag som har liknande tillväxt och EBITDA-marginal för 2023. I mitten av vårt intervall på 94–96 kr ligger MilDef lägre än gruppen på EV/S, men högre på EV/EBITDA (Diagram 42 & 43). Anledningen är att de jämförande bolagen förväntas ha högre EBITDA-marginal än MilDef. Vi anser värderingen vara i linje med övriga marknaden.

Diagram 42: EV/S multipeln är lite lägre än övriga jämförelsebolagen...



Källa: EPB, Factset

Diagram 43: ...men EV/EBITDA är generellt högre



Källa: EPB, Factset

27 kr per aktie i potentiellt tillskott om de kontinuerligt använder hela kassan till att förvärva

Våra estimat och värderingar tar inte hänsyn till förvärv. Då det är en tydlig del av målen har vi gjort en hypotetisk värdering av vad de förvärv som vi uppskattar att MilDef kan genomföra under perioden 2023–2027 skulle kunna addera. I våra beräkningar har vi antagit att förvärven finansieras helt med egen kassa och att de betalar 2x försäljningen. Vidare har vi antagit att de förvärvade bolagen har en EBIT-marginal på 12%, vilket är något lägre än koncerngenomsnittet för MilDef. Vi antar samma WACC som för MilDef samt att förvärven är skuld- och kassafria. Med dessa antaganden kan MilDef addera 7% försäljning per år och skulle, baserat på en DCF-analys, ge ett potentiellt tillskott på 27 kr per aktie (Tabell 3 & 5).

Tabell 3: Förvärvs-DCF – antaganden och slutsatser

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	267	Risikfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	797	Riskpremium	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	12,0%
Företagsvärde (EV)	1 065	Småbolagspremie	2,0%	Avskrivningar, % av omsättning	3,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	0	Extra risk-premie	-2,0%	Capex, % av omsättning	3,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	WACC	8,0%	Rörelsekapital, % av omsättning	7,0%
Eget kapital	1 065			Skattesats	22,0%
Antal utstående aktier, full utspädning	40				
Eget kapital per aktie	27				

Källa: EPB

Tabell 4: Förvärvs-DCF – känslighetsanalys

Känslighetsanalys

		Långsiktig tillväxt					Långsiktig EBIT-marginal						
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%			7,0%	9,5%	12,0%	14,5%	17,0%
WACC	7,0%	29	32	35	39	44	WACC	7,0%	22	28	35	42	48
	7,5%	26	28	30	33	37		7,5%	19	25	30	36	42
	8,0%	23	25	27	29	32		8,0%	17	22	27	32	37
	8,5%	21	22	24	26	28		8,5%	15	19	24	28	33
	9,0%	19	20	21	23	24		9,0%	14	17	21	25	29

Källa: EPB

Ägarbild, styrelse och ledning

Den största ägaren i MilDef är MilDef Crete Inc, som kontrollerar 11,9% av kapital och röster. Därefter följer det börsnoterade investmentbolaget Svolder med 7,4%. Den tredje största ägaren är Tredje AP-fonden som kontrollerar 6,4% av kapital och röster, följt av styrelseledamoten Marianne Trolle med 6,1% ägande och Carnegie Fonder med 5,0%.

Styrelse

Jan Andersson, styrelseordförande

Styrelseordförande sedan 2015. Andra sysselsättningar innefattar styrelseordförande i DH Anticounterfeit AB samt styrelseledamot i Addnode Group AB, Entreprenörinvest Sverige AB, TimeZynk AB, Localize Direct AB, Myloc Holding AB och Innovum Invest AB.

Marianne Trolle, styrelseledamot

Styrelseledamot sedan 1998. Övriga uppdrag omfattar Trolle Management AB.

Berndt Grundevik, styrelseledamot

Styrelseledamot sedan 2018. Övriga uppdrag inkluderar styrelseledamot och VD i Top Level AB och medlem av SBBs advisory board.

Christian Hammenborn, styrelseledamot

Styrelseledamot sedan 2017. Övriga styrelseuppdrag innefattar styrelseledamot i Hammenborn Advokatbyrå AB.

Charlotte Darth, styrelseledamot

Styrelseledamot sedan 2020. Övriga pågående uppdrag omfattar Unipug AB.

Lennart Pihl, styrelseledamot

Styrelseledamot sedan 2020. Övriga pågående uppdrag inkluderar styrelseordförande i Midway Holding AB, Myloc Holding AB, Bertex Mail AB, ALG Holdning AB och Nordic Vehicle AB.

Koncernledning

Björn Karlsson

VD sedan 2018. Andra sysselsättningar inkluderar styrelseledamot i SOFF (Säkerhets och Försvarsföretagen).

Daniel Ljunggren

EVP och CFO sedan 2020. Inga andra pågående uppdrag.

Evelina Hedskog

BU Sweden sedan 2022. Övriga pågående uppdrag omfattar VD för MilDef Sweden AB, styrelseledamot i MW Group AB och reservofficer i Flottan.

Per Björnson

COO sedan 2021. Inga andra pågående uppdrag.

Karin Svalander

General Counsel sedan 2020. Inga andra pågående uppdrag.

Ola Alfredsson

CBDO sedan 2022. Inga andra pågående uppdrag.

Fredrik Persson

CTO sedan 2020. Övriga pågående uppdrag innefattar VD för MilDef Products AB.

Olof Engvall

Head of IR and Communication sedan 2022. Andra sysselsättningar omfattar VD för Engvall Media AB och styrelsesuppleant i B & T Juridik AB.

Fredrik Jacobsson

CSO sedan 2022. Inga andra pågående uppdrag.

ESG

MilDef strävar efter att upprätthålla god ESG-balans genom att verka i överensstämmelse med obligatoriska krav, lagar och föreskrifter samt tillämpa branschstandarder, avtalskrav och eventuella uppförandekoder. Sustainalytics har givit MilDef en övergripande ESG Risk Rating på 17,7. MilDef är även anslutna som signatory till UN Global Compact, ett initiativ från FN för att uppmuntra företag att anpassa sina strategier och sin verksamhet till tio universella principer som bygger på FN:s konventioner gällande mänskliga rättigheter, arbetsnormer, miljö och antikorrruption.

Environment

Den övergripande ambitionen inom miljöarbetet är att skydda miljön genom att aktivt försöka minska MilDefs och kundernas påverkan samt att effektivisera resursutnyttjandet både hos bolagets egna aktiviteter och hos leverantörerna. Miljöpåverkan under försäljningen och produktionen av elektroniska produkter tas i beaktande under hela livscykeln för produkten med hjälp av en lösning som är implementerad i ledningssystemet och gör det möjligt att visualisera och hantera miljöaspekter. Aspekterna utvärderas enligt en modell som tar hänsyn till miljöbelastningen och rankas efter påverkan. De som rankas högst utvärderas för att försöka hitta en åtgärd som antingen eliminerar eller minskar påverkan. Aspektlistan granskas löpande och vid särskilt allvarliga situationer sätts fokusområden och mål upp. För att minska miljöpåverkan ytterligare strävar MilDef efter högt utnyttjande av transporter genom utrymmesreducering och koordinerade leveransrutiner. När det kommer till användandet av kemikalier är MilDefs mål att endast nyttja sådana som klassats vara miljövänliga och i de fall där detta inte är möjligt, endast använda de som klassats ha låg risk för miljön. MilDef agerar även efter en egenutvecklad Supplier Code of Conduct för att försäkra sig om att leverantörer följer samma miljökrav.

Social

Bolaget genomför ett genomgående arbete både internt och externt för att ta ett socialt ansvar. Det interna arbetet genomsyras av ambitionen att ständigt utveckla arbetsmiljön till det bättre, främja en positiv arbetsmiljökultur och vara en ansvarfull arbetsgivare. Via stiftelsen MilDef Charity Foundation, grundad 2014, ger MilDef ekonomiskt stöd till utsatta grupper via donationer. Donationerna sker med full transparens och under 2021 donerades större summor till Barncancerfonden och krigets offer i Ukraina via Röda Korset och UNHCR. Styrelsen ser regelbundet över ansökningar och egna förslag för donationer.

Governance

MilDef tillämpar god affärssed och värderar etik och moral. Med detta tillkommer att medarbetare på alla nivåer i bolaget ska behandlas med största respekt. Utfästelser av avtal ska hedras och genom långvariga kund- och leverantörsrelationer skapas förutsättningar för att sprida det generella hållbarhetsarbetet vidare utanför bolaget. Ett ramverk för så kallad KYC (know your customer) används för att säkerställa att de som MilDef väljer att göra affärer med möter de krav som finns från både regulatoriska och etiska perspektiv. MilDef väljer att avböja affärer med nationer där EU eller FN har infört sanktioner, även om dessa sanktioner inte medför regulatoriska begränsningar för export.

Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Nettoomsättning	244	334	399	470	815	1 063	1 279	1 497	1 716
Totala intäkter	244	334	399	470	815	1 063	1 279	1 497	1 716
Kostnad sålda varor	-152	-209	-216	-260	-415	-538	-640	-750	-856
Bruttoresultat	92	125	182	210	400	524	639	747	861
Totala rörelsekostnader	-68	-89	-114	-189	-288	-368	-444	-511	-581
EBITDA	24	36	69	21	112	157	195	236	280
Jämförelsestörande poster	0	0	-4	-12	0	0	0	0	0
EBITDA, justerad	24	36	73	32	112	157	195	236	280
Totala avskrivningar	-6	-11	-12	-24	-27	-32	-40	-44	-44
EBITA, justerad	24	31	67	20	97	141	175	216	260
EBIT	18	25	57	-3	85	125	155	192	236
EBIT, justerad	18	25	61	9	85	125	155	192	236
Finansnetto	1	0	-2	-2	-12	-21	-21	-20	-19
Resultat före skatt	19	25	55	-5	73	103	134	172	217
Resultat före skatt, justerad	19	25	60	6	73	103	134	172	217
Total skatt	-7	-6	-13	5	-15	-22	-28	-36	-46
Nettoresultat	12	19	43	-1	58	82	106	136	171
Nettoresultat, justerad	12	19	47	11	58	82	106	136	171

Källa: MilDef Group, EPB

Kassaflödesanalys

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
EBIT	18	25	57	-3	85	125	155	192	236
Övriga kassaflödesposter	(3)	3	(5)	12	(17)	(11)	(9)	(12)	(21)
Förändringar i rörelsekapital	11	-36	10	-66	-81	-97	-61	-56	-51
Kassaflöde från den operationella verksamheten	26	-8	62	-57	-14	17	85	124	164
Investeringar	-4	-3	-9	-17	-18	-28	-33	-39	-45
Övriga poster	-1	0	0	0	0	0	0	0	0
Fritt kassaflöde	22	-11	53	-74	-32	-11	51	85	120
Utdelningar	-14	-6	-9	-17	-27	-30	-30	-40	-40
Nyemission / återköp	0	0	0	392	224	0	0	0	0
Förvärv	0	0	0	-172	-383	0	0	0	0
Förändringar av lån	0	1	-1	0	189	0	0	0	0
Övriga poster	0	-4	-5	-9	-10	-10	-10	-10	-10
Kassaflöde	8	-20	39	120	-40	-50	11	35	70
Omräkningsdifferenser	1	0	-1	2	3	0	0	0	0
Nettoskuld	-29	62	20	-67	186	226	205	159	79

Källa: MilDef Group, EPB

Balansräkning

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
TILLGÅNGAR									
Goodwill	0	0	0	285	587	587	587	587	587
Övriga immateriella tillgångar	12	8	3	1	1	1	0	0	0
Materiella anläggningstillgångar	2	2	7	15	20	27	34	41	48
Finansiella anläggningstillgångar	1	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga anläggningstillgångar	9	82	80	76	155	144	131	119	113
Summa anläggningstillgångar	23	92	89	377	764	759	753	748	748
Varulager	35	47	57	86	154	227	280	330	379
Kundfordringar	83	126	161	136	196	266	317	367	425
Övriga omsättningstillgångar	6	12	13	41	102	102	102	102	102
Likvida medel och kortfristiga placeringar	32	9	47	169	133	82	94	129	199
Summa omsättningstillgångar	155	193	279	432	584	677	794	928	1 104
SUMMA TILLGÅNGAR	178	285	368	808	1 348	1 437	1 546	1 676	1 852
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	88	101	133	568	830	882	958	1 054	1 186
Summa eget kapital	88	101	133	568	830	882	958	1 054	1 186
Långfristiga räntebärande skulder	0	0	0	32	182	182	182	182	182
Övriga långfristiga skulder	8	72	68	76	96	86	76	66	56
Summa långfristiga skulder	8	72	68	107	278	268	258	248	238
Kortfristiga räntebärande skulder	3	0	0	10	51	51	51	51	51
Leverantörsskulder	16	44	63	40	56	73	86	101	128
Övriga kortfristiga skulder	64	68	104	84	132	163	192	221	249
Summa kortfristiga skulder	83	112	167	133	240	287	330	373	428
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	178	285	368	808	1 348	1 437	1 546	1 676	1 852

Källa: MilDef Group, EPB

Tillväxt och marginaler

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Intäkstillväxt	-	37%	19%	18%	74%	30%	20%	17%	15%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	48%	>100%	N.m.	>100%	40%	24%	21%	19%
EBIT-tillväxt, justerad	-	40%	>100%	N.m.	>100%	47%	24%	24%	23%
EPS-tillväxt, justerad	-	55%	>100%	N.m.	>100%	32%	30%	28%	26%
Bruttomarginal	37,6%	37,4%	45,7%	44,7%	49,0%	49,3%	49,9%	49,9%	50,1%
EBITDA-marginal	9,9%	10,7%	17,2%	4,4%	13,7%	14,7%	15,2%	15,8%	16,3%
EBITDA-marginal, justerad	9,9%	10,7%	18,3%	6,9%	13,7%	14,7%	15,2%	15,8%	16,3%
EBIT-marginal	7,3%	7,5%	14,3%	Neg.	10,4%	11,7%	12,1%	12,8%	13,8%
EBIT-marginal, justerad	7,3%	7,5%	15,4%	1,8%	10,4%	11,7%	12,1%	12,8%	13,8%
Vinst-marginal, justerad	5,0%	16,9%	11,7%	2,3%	7,1%	7,7%	8,3%	9,1%	10,0%

Källa: MilDef Group, EPB

Avkastning

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
ROE, justerad	Neg.	20%	40%	3%	8%	10%	12%	14%	15%
ROCE, justerad	Neg.	19%	33%	2%	9%	11%	13%	15%	17%
ROIC, justerad	Neg.	22%	39%	3%	11%	12%	14%	16%	19%

Källa: MilDef Group, EPB

Kapitaleffektivitet

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Varulager / totala intäkter	14%	14%	14%	18%	19%	21%	22%	22%	22%
Kundfordringar / totala intäkter	34%	38%	41%	29%	24%	25%	25%	25%	25%
Leverantörsskulder / KSV	11%	21%	29%	15%	14%	14%	14%	14%	15%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	>100%	>100%	>100%	70%	83%	78%	74%	73%	74%
Rörelsekapital / totala intäkter	18%	23%	18%	32%	34%	35%	34%	33%	32%
Kapitalomsättningshastighet	2,7x	1,9x	2,0x	0,7x	0,7x	0,9x	1,0x	1,1x	1,2x

Källa: MilDef Group, EPB

Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	-29	62	20	-67	186	226	205	159	79
Soliditet	49%	36%	36%	70%	62%	61%	62%	63%	64%
Nettoskultsättningsgrad	-0,3x	0,6x	0,1x	-0,1x	0,2x	0,3x	0,2x	0,2x	0,1x
Nettoskuld / EBITDA	-1,2x	1,7x	0,3x	-3,2x	1,7x	1,4x	1,1x	0,7x	0,3x

Källa: MilDef Group, EPB

Aktiedata

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
EPS	0,53	0,82	1,83	-0,03	1,55	2,05	2,66	3,41	4,30
EPS, justerad	0,53	0,82	2,01	0,37	1,55	2,05	2,66	3,41	4,30
FCF per aktie	0,97	-0,46	2,29	-2,52	-0,85	-0,27	1,29	2,14	3,00
Utdelning per aktie	0,25	0,38	0,75	0,75	0,75	0,75	1,00	1,00	1,25
Eget kapital per aktie	3,77	4,36	5,71	15,6	20,8	22,1	24,0	26,5	29,7
Antal aktier vid årets slut, m	23,2	23,2	23,2	36,4	39,9	39,9	39,9	39,9	39,9
Antal aktier efter utspädning, snitt	23,0	23,2	23,2	29,2	37,5	39,9	39,9	39,9	39,9

Källa: MilDef Group, EPB

Värdering

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	142,7x	56,2x	42,5x	32,8x	25,5x	20,3x
P/EK	Neg.	Neg.	Neg.	3,3x	4,2x	3,9x	3,6x	3,3x	2,9x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	67,5x	40,8x	29,0x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1%	2%	3%
Direktavkastning	Neg.	Neg.	Neg.	1,4%	0,9%	0,9%	1,1%	1,1%	1,4%
Utdelningsandel, justerad	47,5%	45,9%	37,2%	>100%	48,4%	36,6%	37,6%	29,3%	29,1%
EV/Sales	Neg.	Neg.	Neg.	3,9x	4,5x	3,5x	2,9x	2,4x	2,1x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	56,8x	32,7x	23,6x	18,9x	15,4x	12,7x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	213,5x	43,2x	29,7x	23,8x	18,9x	15,0x
EV	Neg.	Neg.	Neg.	1 836	3 657	3 698	3 676	3 631	3 551
Aktiekurs	-	-	-	52,3	87,1	87,1	87,1	87,1	87,1

Källa: MilDef Group, EPB

Disclosure

Denna publikation (nedan "Publikationen") har sammanställts av Erik Penser Bank AB (nedan "Banken") i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsedd att vara rådgivande. Banken har tillstånd att bedriva bank- och värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan dock aldrig garanteras av Banken.

Som ett steg i utformandet av Publikationen har det analyserade bolaget (nedan "Bolaget") verifierat faktainnehållet i Publikationen. Bolaget kan dock aldrig påverka de delar av Publikationen som innefattar slutsatser eller värderingar.

Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns egna åsikter vid tillfället för upprättandet av Publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen. Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd att ingå transaktioner. Informationen tar inte heller sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Publikationen utgör därmed inget investeringsråd och ska inte heller uppfattas som sådan. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på Publikationen alltid fattas självständigt av investeraren och Banken fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller direkt/indirekt skada som grundar sig på användandet av denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk då dessa både kan öka och minska i värde. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden.

Motiverat värde och risk

Det motiverade värdet speglar ett värde för aktien per den dag analysen publicerats i ett intervall motsvarande ca 5-10%. Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument såsom till exempel kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler.

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde ska framgå av analysen och kan variera från bolag till bolag. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata och ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. Värderingsmetoden ska läsas tillsammans med riskklassificeringen. Vad gäller riskklassificeringen: klassificeras aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån ett antal kända parametrar som är relevanta för Bolaget. En generell riktlinje för att klassificeras som låg risk är att Bolaget har positivt kassaflöde och att ingen enskild faktor påverkar omsättningen mer än 20%. Motsvarande generella beskrivning av hög risk är att Bolaget inte nått positivt kassaflöde alternativt att en enskild faktor påverkar omsättningen mer än 50%.

För mer detaljerad information om värderingsmodeller klicka [här](#).

Allmänt

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation mångfaldigas eller sprids. Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av innehåll i Publikationen.

Bankens analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att förebygga och förhindra intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. För att förebygga intressekonflikter har Banken bl. a. vidtagit åtgärder för att förhindra otillbörlig informationsspridning, även kallade 'Chinese Walls'. Analysavdelningen är därmed fysiskt avskild från Corporate Finance-avdelningen som inte heller får delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Banken har även interna regler för att hantera eventuella intressekonflikter mellan analytikern, Bolaget och Banken.

Det kan dock, från tid till annan, förekomma att Banken utför uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en Publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i det analyserade bolaget. Banken har dock utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för analysen samt utformat interna regler för anställdas egna affärer som gäller för analytiker. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Den analytiker som har utarbetat Publikationen, och andra medverkande som har vetskap om analysens slutsats, får inte för egen räkning handla i berörda finansiella instrument eller med därtill relaterade finansiella instrument.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt Bolaget. Klicka [här](#) för mer information om tjänsten.

Om annat inte uttryckligen anges i Publikationen uppdateras analysen kvartalsvis samt när Bankens analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till det analyserade bolaget eller finansiella instrument.

Banken erhåller ersättning från Bolaget för tjänsten Penser Access.

Erik Penser Bank (publ.)

Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM

tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 www.penser.se