



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Försvarsindustri | Sverige | 10 februari 2023

MilDef Group

Fortsatt goda utsikter

Kraftigt påverkat av komponentbristen

Det fjärde kvartalet påverkas kraftigt av den tidigare meddelade komponentbristen, vilken medför att ca 100 mkr av orderboken förskjuts från Q4'22 till H1'23. Trots det levererade MilDef den högsta omsättningen i bolagets historia och växte med 57% jämfört med föregående år, varav 29% organiskt och 28% förvärvat tillväxt. Volymminskningen slog hårt på EBITDA-marginalen som sjönk till 13,8% (17,2%). Kvartalet uppvisade en fortsatt stark orderingång på 270 mkr och orderboken för 2023 uppgick till 759 mkr, förvisso dopad av förskjutningen. Styrelsen föreslår att ingen utdelning för verksamhetsåret 2022 kommer att lämnas. Förslaget ska ses mot bakgrund av att den höga tillväxttakten kräver ökat rörelsekapitalbehov under 2023.

Mindre justeringar för 2023

Vi förskjuter 100 mkr omsättning till H1'2023. Vi räknar med att början av 2023 kommer att fortsätta påverkas av komponentbristen, och att majoriteten levereras under senare halvan av H1. Bruttomarginalen påverkas negativt av högre komponentpriser, vilket vi ser kommer att fortsätta under 2023 och höjer kostnaden för sålda varor. Konsolideringen av Handheld medför högre OPEX varpå vi höjer OPEX-kostnaderna för 2023. Lite lägre bruttomarginal och högre OPEX resulterar i att vi, trots den ökade omsättningen, räknar med en EBITDA-marginal för 2023 på 14,4% mot tidigare 15,5%.

Fortsatt goda utsikter

Leveransförseningarna har än så länge inte lett till några orderförluster och vi ser visar inga tecken på vikande efterfrågan, samtidigt räknar vi med att flaskhalsarna i leverantörsled lättar under andra halvan av 2023. Vi lämnar därför våra prognoser för 2024 och 2025 så gott som oförändrade. Effekterna av våra justeringar påverkar inte värderingen, vi behåller vårt motiverade värde på 94–96 kr per aktie. Vi räknar inte med några förvärv i våra estimat.

Estimatändring				Prognos (mkr)				Värde och risk	
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	
Totala intäkter	3,0%	0,6%	0,7%	Totala intäkter	739	1 166	1 287	1 508	Motiverat värde
EBITDA, just.	-4,0%	0,7%	1,4%	Tillväxt	57%	58%	10%	17%	94 - 96 kr
EPS, just.	-17,2%	-3,6%	0,4%	EBITDA, just.	60	168	195	238	Riskenivå
				EBIT, just.	29	123	150	193	Medium
				EPS, just.	0,4	2,0	2,5	3,4	
				EPS-tillväxt, just.	3%	>100%	27%	34%	
				EK/aktie	20,9	21,6	23,4	25,8	
				Utdelning per aktie	0,0	0,8	1,0	1,0	
				EBIT-marginal	4,0%	10,6%	11,6%	12,8%	
				ROE, just.	2,1%	9,8%	11,3%	13,9%	
				ROCE, just.	3,3%	10,8%	12,5%	15,1%	
				EV/Sales	4,7x	2,8x	2,5x	2,1x	
				EV/EBITDA	57,9x	19,2x	16,6x	13,6x	
				EV/EBIT	119,0x	26,3x	21,6x	16,8x	
				P/E, just.	214,0x	37,3x	29,4x	22,0x	
				P/EK	3,9x	3,5x	3,2x	2,9x	
				Direktavkastning	0,0%	1,0%	1,3%	1,3%	
				FCF yield	-	0%	1%	5%	
				Nettoskuld/EBITDA	4,2x	1,4x	1,2x	0,5x	

Kommande händelser

Q1 - rapport	05 maj 2023
Q2 - rapport	27 juli 2023

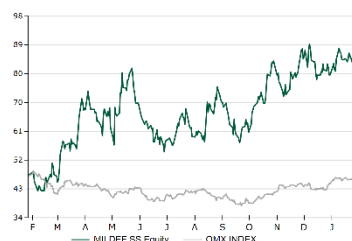
Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier	40m
Börsvärde	2 981
Nettoskuld	255
EV	3 236
Free float	55%
Daglig handelsvolym, snitt	61k
Bloomberg Ticker	MILDEF SS Equity

Analytiker

Hugo Lisjo
hugo.lisjo@penser.se

Kursutveckling 12 mån



Intressekonflikter

	Yes	No
Likviditetsgarant		✓
Certified adviser		✓
Transaktioner 12m		✓

Investment case

Militärens moderniserings- och digitaliseringsresa driver tillväxten för MilDef:

För att säkerställa en modernisering av NATO:s försvar kommer 20% av anslagen hos dess medlemsländer öronmärkas för ny utrustning. Försvarsmakten i Sverige genomgår samtidigt en digitaliseringsresa genom projekten LSS Mark 2.0 och Röbi (realisering av överbefälhavarens inriktning), vilket har beskrivits som en av de största digitala satsningarna i Sverige. Moderniseringen kräver teknik med högre prestanda, men 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 partnernätverk 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 konjunkt cyklisk 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.

Kvartalet i korthet

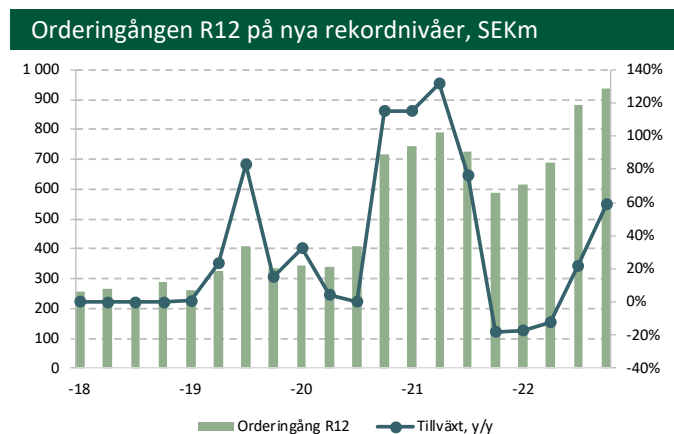
Kvartalet präglas av komponentsbristen som medförde ett flertal effekter. Först och främst leder den lägre omsättningen till en lägre EBITDA-marginal. Förskjutningen av 100 mkr från Q4'22 till H1'23 är såklart inte positivt, men så länge ingen order går förlorad ser vi inte något avgörande problem i förskjutningen. Anledningarna till att vi förhåller oss relativt lugna till leveransförseningarna är att MilDef:s produkter generellt sett är en mindre del i en större beställning där slutkunden inte är speciellt känslig för tidsfördröjning. MilDef är dessutom mer eller mindre ensam i Europa med sitt erbjudande, kunden har således svårt att ersätta MilDef med en annan leverantör.

Vi ser inte någon dramatik i att EBITDA-marginalen var lägre än föregående år. De fasta kostnaderna blir en större andel av de totala kostnaderna, samt att MilDef under kvartalet färdigställt produkterna så långt de kan, för att när komponenterna anländer kunna leverera så snabbt som möjligt. Så länge inga order går förlorade kommer marginaltappet under Q4'22 att kompenseras av högre marginaler under H1'23.

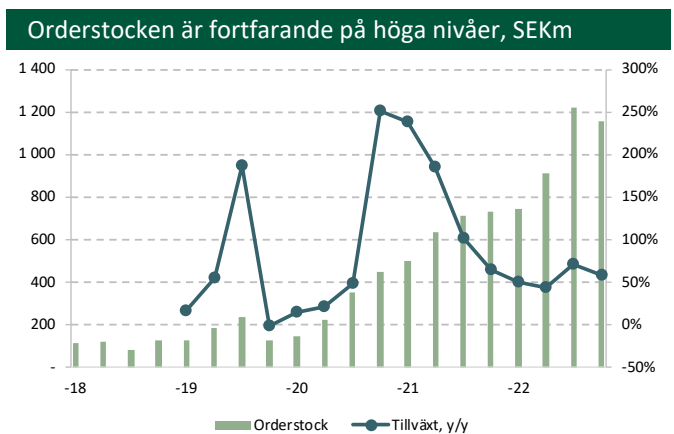
Under perioden steg rörelsekapitalbindningen markant till följd av fortsatt produktion, rekordförsäljning samt konsolideringen av Handheld. MilDef fortsatte att färdigställa produkter i den mån de förmådde under hela kvartalet. Fortsatt produktion utan att leverera får lagret att stiga. Vidare ökade rörelsekapitalbindningen av rekordomsättningen vilket leder till att kundfordringarna steg. Avslutningsvis bidrog konsolideringen av hela Handhelds balansräkning till att rörelsekapitalet steg. Vi ser förändringen som helt naturlig och ser ännu inget problem med den högre kapitalbindningen. Vi kommer att ändra åsikt om inte en stor del av kundfordringarna omsatts till kassa under Q1 och om varulagret efter Q2 fortsätter att vara högt, men fram till dess ser vi förändringen som naturlig.

Till följd av bolagets kraftiga tillväxt och ökade rörelsekapitalbindning föreslår styrelsen att inte lämna någon utdelning avseende verksamhetsåret 2022. Det är naturligt att tillväxt kostar, samtidigt som en större kassa förbättrar MilDefs möjligheter att genomföra opportunistiska förvärv.

Efter kvartalets utgång meddelade bolaget att de mottagit den första ordern inom ramavtalet med ett ospecificerat europeiskt Nato-land. Ordern uppgick till 50 mkr och ramavtalet bedöms uppgå till ca. 2,8 mdr. Ordern omfattar utveckling av flera prototyper av nya produkter. Ännu är inget fastställt, men blir prototyperna bra finns det möjlighet att senare producera hela serier.

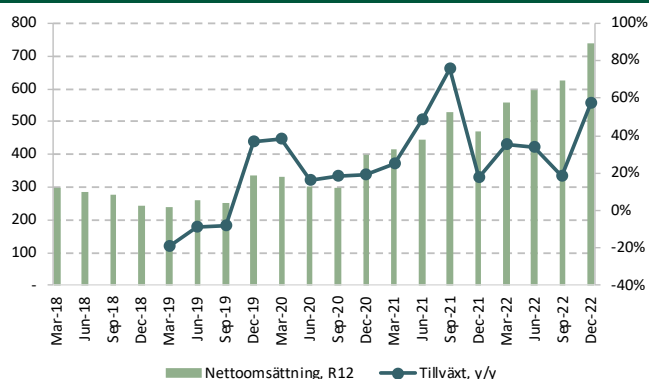


Källa: EPB, MilDef



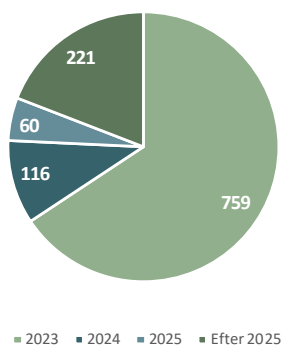
Källa: EPB, MilDef

Nytt högsta för nettoomsättningen R12, SEKm



Källa: EPB, MilDef

Orderbokens fördelning per år, SEKm



Källa: EPB, MilDef

Prognosförändringar

Kvartalet bidrog med ökade kostnader som vi tidigare inte räknat med, vi höjer därför kostnaderna för 2023, men lämnar, än så länge, 2024 och 2025 mer eller mindre oförändrade. Vi bedömer komponentbristen som tillfällig och att den bara kommer att påverka 2023. Vidare hade vi sedan tidigare tagit höjd för högre OPEX under 2024 och 2025 och ser i dagsläget ingen anledning att genomföra några större förändringar. Omsättningsökningen för 2023 är hänförligt de ytterligare 30 mkr som förskjuts från 2022 till 2023.

Vi räknar med höjda kostnader under 2023 men bibehåller prognoserna för 2024 och 2025

SEKm	Nya prognoser			Gamla prognoser			Förändring (%)		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	1 166	1 287	1 508	1 133	1 279	1 497	3,0%	0,6%	0,7%
Kostnad sålda varor	-604	-644	-755	-574	-640	-750	5,2%	0,6%	0,7%
Bruttoresultat	562	642	752	558	639	747	0,6%	0,6%	0,7%
Försäljningskostnader	-273	-308	-357	-257	-307	-357	6,3%	0,4%	0,1%
Administrationskostnader	-98	-107	-115	-94	-106	-115	4,8%	0,6%	0,0%
Forsknings- och utvecklingskostnader	-69	-79	-89	-64	-71	-83	8,2%	12,2%	6,8%
EBITDA, justerad	168	195	238	175	194	235	-4,0%	0,7%	1,4%
EBIT, justerad	123	150	193	143	154	191	-14,1%	-2,5%	1,1%
Periodens nettoresultat, justerad	81	102	137	97	105	135	-16,3%	-2,5%	1,5%

Källa: EPB

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.

DCF – antaganden och slutsatser

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	1 054	Riskfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	3 044	Riskpremium	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	15,0%
Företagsvärde (EV)	4 098	Småbolagspremie	0,0%	Avskrivningar, % av omsättning	3,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	255	Extra risk-premie	0,0%	Capex, % av omsättning	3,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	WACC	8,0%	Rörelsekapital, % av omsättning	29,1%
Eget kapital	3 843			Skattesats	22%
Antal utstående aktier, full utspädning	40				
Eget kapital per aktie	95				

Källa: EPB

DCF - känslighetsanalys

		Långsiktig tillväxt							Långsiktig EBIT-marginal				
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%			10,0%	12,5%	15,0%	17,5%	20,0%
WACC	7,0%	104	114	126	142	163	WACC	7,0%	83	105	126	147	169
	7,5%	92	99	109	121	136		7,5%	72	91	109	127	146
	8,0%	82	88	95	104	116		8,0%	63	79	95	111	127
	8,5%	73	78	84	91	100		8,5%	56	70	84	98	112
	9,0%	66	70	75	81	88		9,0%	50	63	75	88	100

Källa: EPB

Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Nettoomsättning	244	334	399	470	739	1 166	1 287	1 508	1 730
Totala intäkter	244	334	399	470	739	1 166	1 287	1 508	1 730
Kostnad sålda varor	-152	-209	-216	-260	-387	-604	-644	-755	-863
Bruttoresultat	92	125	182	210	352	562	642	752	867
Försäljningskostnader	-38	-54	-56	-114	-206	-273	-308	-357	-389
Administrationskostnader	-19	-20	-36	-59	-67	-98	-107	-115	-137
R&D-kostnader	-18	-26	-33	-40	-49	-69	-79	-89	-105
Övriga rörelsekostnader	7	11	16	36	30	47	47	47	47
EBITDA	24	36	69	21	60	168	195	238	283
Jämförelsestörande poster	0	0	-4	-12	0	0	0	0	0
EBITDA, justerad	24	36	73	32	60	168	195	238	283
Avskrivningar	-1	-5	-6	-13	-15	-20	-20	-20	-20
EBITA, justerad	24	31	67	20	45	148	175	218	263
Amortering	-6	-6	-6	-11	-16	-25	-25	-25	-25
EBIT	18	25	57	-3	29	123	150	193	238
EBIT, justerad	18	25	61	9	29	123	150	193	238
Finansnetto	1	0	-2	-2	-10	-21	-20	-19	-19
Resultat före skatt	19	25	55	-5	19	102	130	174	219
Resultat före skatt, justerad	19	25	60	6	19	102	130	174	219
Total skatt	-7	-6	-13	5	-5	-21	-27	-36	-46
Nettoresultat	12	19	43	-1	14	81	102	137	173
Nettoresultat, justerad	12	19	47	11	14	81	102	137	173
Intäktsstillväxt	-	37%	19%	18%	57%	58%	10%	17%	15%
Bruttomarginal	37,6%	37,4%	45,7%	44,7%	47,7%	48,2%	49,9%	49,9%	50,1%
EBIT-marginal, justerad	7,3%	7,5%	15,4%	1,8%	4,0%	10,6%	11,6%	12,8%	13,8%
EPS, justerad	0,53	0,82	2,01	0,37	0,38	2,01	2,54	3,41	4,30
EPS-tillväxt, justerad	-	55%	>100%	-82%	3%	>100%	27%	34%	26%

Källa: MilDef Group, EPB

Kassaflödesanalys

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
EBIT	18	25	57	-3	29	123	150	193	238
Övriga kassaflödesposter	-3	3	-5	12	17	3	-2	-11	-19
Förändringar i rörelsekapital	11	-36	10	-66	-123	-79	-78	21	-62
Kassaflöde från den operationella verksamheten	26	-8	62	-57	-77	47	69	204	157
Investeringar i anläggningstillgångar	0	-1	-5	-11	-5	-8	-9	-11	-12
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-3	-2	-4	-6	-13	-27	-30	-35	-40
Övrigt Kassaflöde från investeringar	-1	0	0	0	0	0	0	0	0
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-4	-3	-9	-17	-18	-35	-39	-45	-52
Fritt kassaflöde	22	-11	53	-74	-95	12	30	159	105
Förvärv och avyttringar	0	0	0	-172	-383	0	0	0	0
Nyemission / återköp	0	0	0	392	223	0	0	0	0
Förändring av skulder	0	1	-1	0	180	0	0	0	0
Utdelningar	-14	-6	-9	-17	-27	0	-30	-40	-40
Övriga poster	0	-4	-5	-9	-11	-11	-11	-11	-11
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	-14	-9	-14	194	-18	-11	-41	-51	-51
Kassaflöde	8	-20	39	120	-113	0	-11	107	53
Nettoskuld	-29	62	20	-67	255	243	243	124	59

Källa: MilDef Group, EPB

Balansräkning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
TILLGÅNGAR									
Goodwill	0	0	0	285	599	599	599	599	599
Övriga immateriella tillgångar	12	8	3	1	0	0	0	0	0
Materiella anläggningstillgångar	2	2	7	15	17	21	25	29	32
Finansiella anläggningstillgångar	1	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga anläggningstillgångar	9	82	80	76	156	141	131	127	131
Summa anläggningstillgångar	23	92	89	377	772	762	755	755	762
Varulager	35	47	57	86	237	277	285	329	377
Kundfordringar	83	126	161	136	255	306	387	364	422
Övriga omsättningstillgångar	6	12	13	41	70	70	70	70	70
Likvida medel och kortfristiga placeringar	32	9	47	169	60	60	49	157	210
Summa omsättningstillgångar	155	193	279	432	622	713	791	920	1 079
SUMMA TILLGÅNGAR	178	285	368	808	1 394	1 475	1 546	1 675	1 842
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	88	101	133	568	788	869	941	1 039	1 172
Summa eget kapital	88	101	133	568	788	869	941	1 039	1 172
Långfristiga räntebärande skulder	0	0	0	32	175	175	175	175	175
Långfristiga leasingsskulder	0	66	59	52	71	59	48	37	25
Övriga långfristiga skulder	8	6	9	24	35	35	35	35	35
Summa långfristiga skulder	8	72	68	107	281	269	258	246	235
Kortfristiga räntebärande skulder	3	0	0	10	53	53	53	53	53
Leverantörsskulder	16	44	63	40	105	91	97	113	129
Kortfristiga leasingsskulder	0	5	8	9	16	16	16	16	16
Övriga kortfristiga skulder	64	63	96	75	151	177	181	208	236
Summa kortfristiga skulder	83	112	167	133	326	337	347	390	434
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	178	285	368	808	1 394	1 475	1 546	1 675	1 842

Källa: MilDef Group, EPB

Tillväxt och marginaler

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Intäkstillväxt	-	37%	19%	18%	57%	58%	10%	17%	15%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	48%	>100%	-56%	86%	>100%	16%	22%	19%
EBIT-tillväxt, justerad	-	40%	>100%	-86%	>100%	>100%	22%	29%	23%
EPS-tillväxt, justerad	-	55%	>100%	-82%	3%	>100%	27%	34%	26%
Bruttomarginal	37,6%	37,4%	45,7%	44,7%	47,7%	48,2%	49,9%	49,9%	50,1%
EBITDA-marginal	9,9%	10,7%	17,2%	4,4%	8,1%	14,4%	15,2%	15,8%	16,4%
EBITDA-marginal, justerad	9,9%	10,7%	18,3%	6,9%	8,1%	14,4%	15,2%	15,8%	16,4%
EBIT-marginal	7,3%	7,5%	14,3%	Neg.	4,0%	10,6%	11,6%	12,8%	13,8%
EBIT-marginal, justerad	7,3%	7,5%	15,4%	1,8%	4,0%	10,6%	11,6%	12,8%	13,8%
Vinst-marginal, justerad	5,0%	5,7%	11,7%	2,3%	1,9%	6,9%	8,0%	9,1%	10,0%

Källa: MilDef Group, EPB

Avkastning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
ROE, justerad	Neg.	20%	40%	3%	2%	10%	11%	14%	16%
ROCE, justerad	Neg.	19%	33%	2%	3%	11%	12%	15%	17%
ROIC, justerad	Neg.	22%	39%	3%	4%	11%	13%	16%	20%

Källa: MilDef Group, EPB

Kapitaleffektivitet

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Varulager / totala intäkter	14%	14%	14%	18%	32%	24%	22%	22%	22%
Kundfordringar / totala intäkter	34%	38%	41%	29%	35%	26%	30%	24%	24%
Leverantörsskulder / KSV	11%	21%	29%	15%	27%	15%	15%	15%	15%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	38%	38%	51%	30%	48%	34%	32%	31%	30%
Rörelsekapital / totala intäkter	18%	23%	18%	32%	41%	33%	36%	29%	29%
Kapitalomsättningshastighet	2,7x	1,9x	2,0x	0,7x	0,7x	1,0x	1,0x	1,1x	1,2x

Källa: MilDef Group, EPB

Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	-29	62	20	-67	255	243	243	124	59
Soliditet	49%	36%	36%	70%	57%	59%	61%	62%	64%
Nettoskuld / EBITDA	-1,2x	1,7x	0,3x	-3,2x	4,2x	1,4x	1,2x	0,5x	0,2x

Källa: MilDef Group, EPB

Aktiedata

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
EPS	0,53	0,82	1,83	-0,03	0,38	2,01	2,54	3,41	4,30
EPS, justerad	0,53	0,82	2,01	0,37	0,38	2,01	2,54	3,41	4,30
FCF per aktie	0,97	-0,46	2,29	-2,52	-2,53	0,29	0,76	3,94	2,60
Utdelning per aktie	0,25	0,38	0,75	0,75	0,00	0,75	1,00	1,00	1,25
Eget kapital per aktie	3,81	4,36	5,71	19,5	20,9	21,6	23,4	25,8	29,1
Antal aktier vid årets slut, m	23,0	23,2	23,2	29,2	37,6	40,3	40,3	40,3	40,3
Antal aktier efter utspädning, snitt	23,0	23,2	23,2	29,2	37,6	40,3	40,3	40,3	40,3

Källa: MilDef Group, EPB

Värdering

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	142,7x	214,0x	37,3x	29,4x	22,0x	17,4x
P/EK	Neg.	Neg.	Neg.	2,7x	3,9x	3,5x	3,2x	2,9x	2,6x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	260,2x	98,8x	19,0x	28,8x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	0%	1%	5%	3%
Direktavkastning	Neg.	Neg.	Neg.	1,4%	0,0%	1,0%	1,3%	1,3%	1,7%
Utdelningsandel, justerad	47,5%	45,9%	37,2%	>100%	0,0%	37,4%	39,4%	29,4%	29,1%
EV/Sales	Neg.	Neg.	Neg.	3,9x	4,7x	2,8x	2,5x	2,1x	1,9x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	56,8x	57,9x	19,2x	16,6x	13,6x	11,4x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	213,5x	119,0x	26,3x	21,6x	16,8x	13,6x
EV	Neg.	Neg.	Neg.	1 836	3 475	3 236	3 236	3 236	3 236
Aktiekurs	-	-	-	52,3	80,8	74,8	74,8	74,8	74,8

Källa: MilDef Group, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

MilDef Group (MILDEF SS Equity)



Källa: EPB, IDC

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