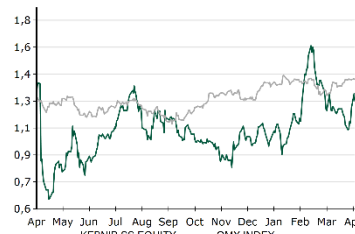


Estimatändring				Prognos (mkr)					Värde och risk													
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	1.7 - 1.9 kr												
Totala intäkter	-	-	-	Totala intäkter	34	101	199	260	Aktiekurs	1,3 kr												
EBITDA, just.	-	-	-	Tillväxt	22%	>100%	96%	31%	Riskenivå	Hög												
EPS, just.	-	-	-	EBITDA, just.	-39	-18	15	33	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 													
Kommande händelser				EBIT, just.	-64	-26	5	23														
Q1 - rapport	23 maj 2023			EPS, just.	-0,3	-0,1	0,0	0,1														
Q2 - rapport	24 augusti 2023			EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%														
Bolagsfakta (mkr)				EK/aktie	0,2	0,2	0,2	0,3	<div>Intressekonflikter</div> <table><tr><th></th><th>Yes</th><th>No</th></tr><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></table>			Yes	No	Likviditetsgarant		✓	Certified adviser		✓	Transaktioner 12m	✓	
	Yes	No																				
Likviditetsgarant		✓																				
Certified adviser		✓																				
Transaktioner 12m	✓																					
Antal aktier	247m			Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0														
Börsvärde	311			EBIT-marginal	Neg.	Neg.	2,6%	9,0%														
Nettoskuld	-8			ROE, just.	Neg.	Neg.	8,8%	32,9%														
EV	302			ROCE, just.	Neg.	Neg.	13,2%	42,8%														
Free float	67%			EV/Sales	6,0x	3,0x	1,5x	1,2x														
Daglig handelsvolym, snitt	1 861k			EV/EBITDA	-	-	19,6x	9,2x														
Bloomberg Ticker	KEBNIB SS EQUITY			EV/EBIT	-	-	60,3x	13,4x														
Analytiker				P/E, just.	-	-	80,8x	17,3x														
Henrik Holmer				P/EK	4,9x	7,4x	6,8x	4,9x														
henrik.holmer@penser.se				FCF yield	-	-	0%	3%														
				Nettoskuld/EBITDA	0,3x	0,0x	-0,1x	-0,3x														

Investment case

Inne i en kommersialiseringsfas: Kebni har flera nyckelprodukter som är redo för att börja säljas. Produkterna har breda användningsområden som riktar sig mot expansiva marknader som försvarsindustrin och självkörande fordon där kraven på säkerhet och prestanda är höga, vilket leder till signifikanta inträdesbarriärer. Kebni har med sina två affärsområden, Satcom och Inertial Sensing, en unik kombination av teknikkunskaper och kan fokusera på segment med höga krav och därmed höga marginaler. Inom Satcom har bolaget världens mest testade maritima antenn för militära krav som nu kan börja säljas till världsledande systemintegratörer.

Utökar sin adresserbara marknad: Samtidigt utökar Kebni sin marknad inom satellitkommunikation på land genom att penetrera nya kundsegment samt genom nya unika produkter som snart kan lanseras. Utöver det lanseras de standardiserade IMU-sensorerna SensAltion samt en unik helhetslösning för intelligenta byggnadsställningar.

Stor orderbok leder till accelererande försäljning kommande år: Med sin kompetens inom utveckling och kalibrering kan Kebni erbjuda överlägsen pris/prestanda inom sina segment för tröghetssensorer (IMU:er), vilket ledde fram till att de fick prestigeordern att utveckla en skräddarsydd IMU-sensor för Saabs NLAW som kommer att börja levereras under 2023. Bolaget gick därmed in i 2023 med en rekordstor orderbok, vilket kommer leda till kraftiga försäljningsökningar. Det strategiska målet är att öka försäljningen från 26 mkr 2022 till 150-200 mkr 2024. Efter att Kebni annonserat sin strategiska plan för 2023-2027 har Saab fått tre stora ordrar på NLAW, vilka ännu inte förts vidare till beställningar av Kebnis IMU-sensorer och som vi räknar med kommer att få stor effekt på försäljningen. Därför känner vi oss bekväma med att våra prognoser ligger i det övre spannet av de finansiella målen.

Värderingen reflekterar varken omställningen eller kommersialiseringen av produktportföljen: Tack vare en stark produktportfölj samt en flexibel och skalbar organisation räknar vi med att den kraftiga volymtillväxten kommer leda till positiva kassaflöden samt lönsamhet 2024. Detta blir en stark kontrast mot en besvärlig historik av förluster och kontinuerliga emissioner. De senaste två åren har Kebni rekryterat en mängd nya anställda med hög kompetens samt utökat sin marknadsnärvaro till ett 20-tal länder över hela världen. Sammantaget innebär detta att Kebni går in i 2023 som ett helt nytt bolag som inte reflekteras i dagens aktievärdering.

Bolagsprofil

Kebni är ett svenskt teknikbolag som utvecklar, producerar och säljer utrustning för navigering, positionering och stabilisering inom affärsområdena Inertial Sensing och Satcom. Gemensamt för utrustningarna är att de känner av rörelse och mäter rörelse för att kunna stabilisera. Inom Inertial Sensing byggs tröghetssensorer, så kallade IMU-sensorer. Dessa gör Kebni antingen som standardiserade komponenter, skräddarsydda IMU:er eller som del av en helhetslösning där man gör slutprodukter till kunder. Användningsområdena är till exempel inom fordonsindustrin och militära applikationer. Inom Satcom byggs satellitkommunikationsantennerna för stillastående applikationer på land, rörliga applikationer på land samt rörliga applikationer till sjöss. Bolagets varumärken erbjuder tekniskt avancerade och robusta produkter i form av både standardiserade och kundanpassade lösningar baserat på modulära plattformar för de mest krävande kunderna som kan vara statliga, militära eller kommersiella. Kunderna är ofta marknadsledande och exempel är Saab, Epiroc, Israel Aerospace Industries (IAI) och BAE Systems. Det finns teknisynergier mellan affärsområdena, särskilt genom återanvändning av programvara och algoritmer samt användningen av IMU-sensorer i satellitkommunikationssystemen. Det finns även synergier inom försäljning, marknadsföring, leverans, produktion samt forskning och utveckling inom Kebnis verksamheter.

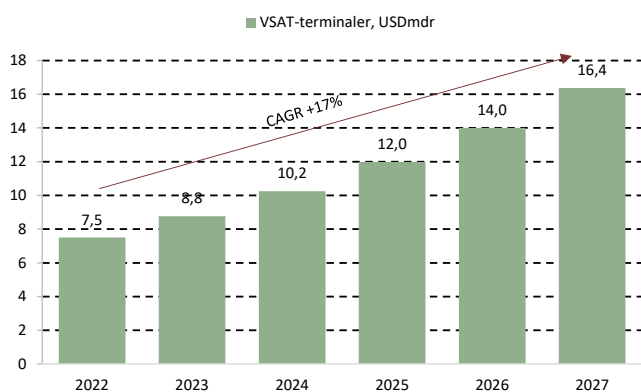
Värdering

För att komma fram till vårt motiverade värde har vi använt oss av en DCF-värdering med en WACC på 14%, en långsiktig tillväx på 3% och långsiktiga EBIT-marginaler på 15%, vilket ger ett värde på 1,81 kr. Denna baseras på våra prognoser som sträcker sig fram till 2025 och ett terminalvärde 2036. Eftersom Kebni går in i en ny fas där försäljning och lönsamhet ska ta stora kliv jämfört med historiken, finns det osäkerhet i prognoserna. Därför sätter vi ett högt avkastningskrav på 14%, vilket indikerar hög risk. I takt med att bolaget bevisar sig och försäljningen och lönsamheten utvecklas i den takt vi förutser kommer vi kunna sänka avkastningskravet.

Vårt motiverade värde enligt ovan landar på 1,70-1,90 kr.

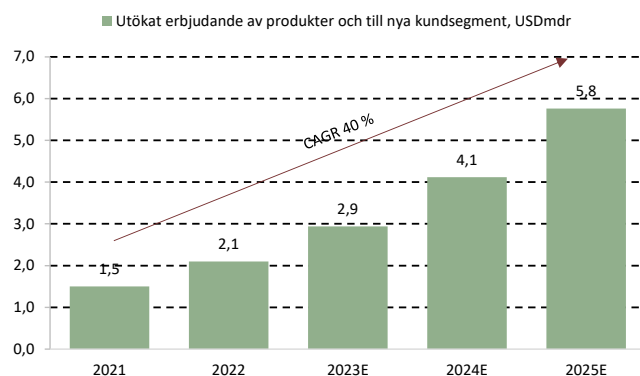
Investment case i bilder

Diagram 1: Den globala marknaden för VSAT-terminaler är stor och växer



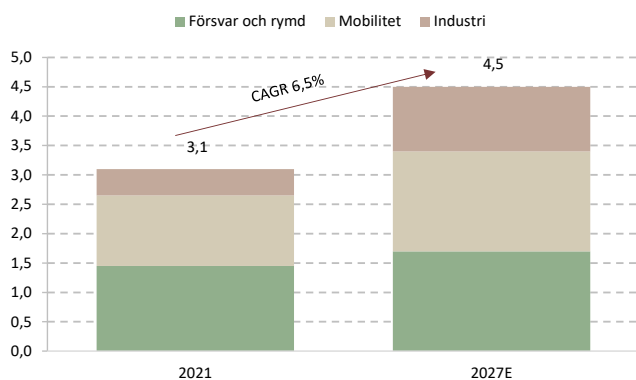
Källa: Markets and Markets

Diagram 2: Utökat erbjudande inom Satcom Land driver tillväxt



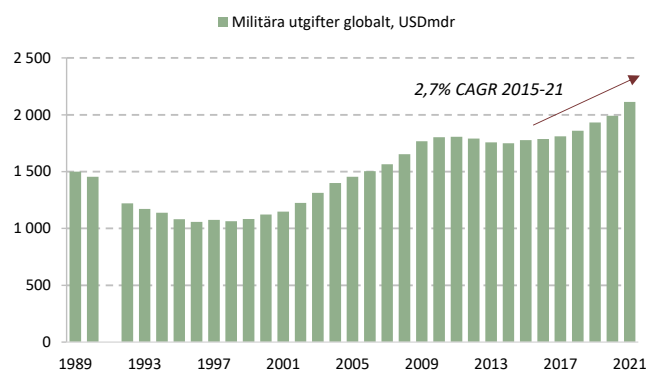
Källa: Bolaget

Diagram 3: Den globala marknaden för avancerade IMU-sensorer är stor (USDm)



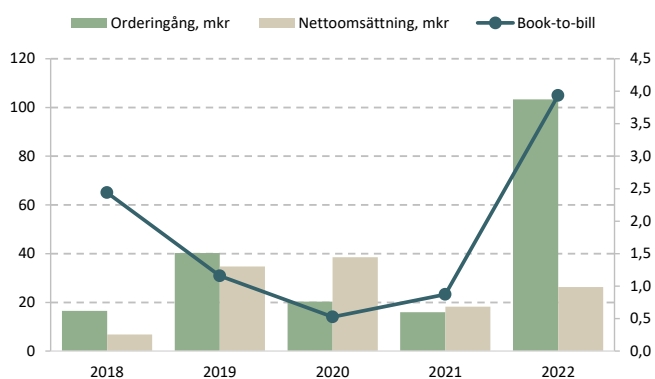
Källa: Yole Intelligence High-End Inertial Sensors 2022

Diagram 4: Globala militära utgifter har vuxit med 3% de senaste fem åren och förväntas fortsätta accelerera



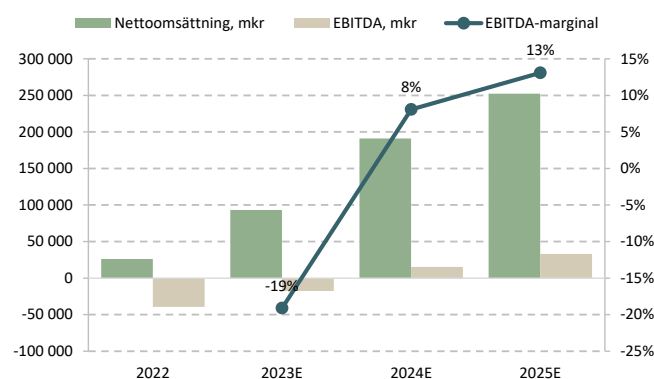
Källa: SIPRI, EPB

Diagram 5: Rekordstor orderstock inför 2023-24



Källa: Bolaget, EPB

Diagram 6: Kebni blir ett nytt bolag med de nya produkterna som driver försäljning och lönsamhet



Källa: EPB

Bolagsöversikt

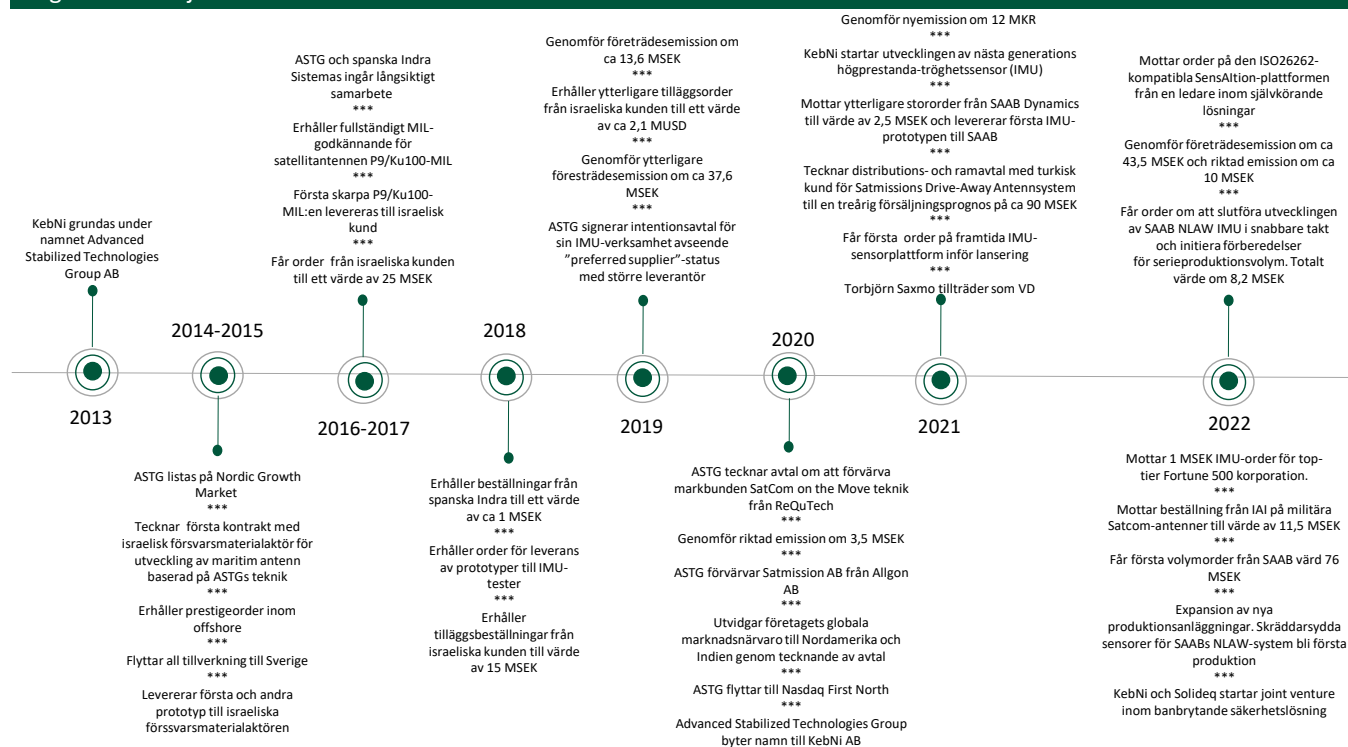
Kebni är ett svenskt teknikbolag som utvecklar, producerar och säljer utrustning för navigering, positionering och stabilisering inom affärsområdena Inertial Sensing och Satcom. Gemensamt för utrustningarna är att de känner av rörelse och mäter rörelse för att kunna stabilisera.

Inom Inertial Sensing byggs tröghetssensorer, så kallade IMU-sensorer. Dessa gör Kebni antingen som standardiserade komponenter, skräddarsydda IMU:er eller som del av en helhetslösning där man gör slutprodukter till kunder. Användningsområdena är till exempel inom fordonsindustrin och militära applikationer.

Inom Satcom byggs satellitkommunikationsantennerna för stillastående applikationer på land, rörliga applikationer på land samt rörliga applikationer till sjöss. Bolagets varumärken erbjuder tekniskt avancerade och robusta produkter i form av både standardiserade och kundanpassade lösningar baserat på modulära plattformar för de mest krävande kunderna som kan vara statliga, militära eller kommersiella. Kunderna är ofta marknadsledare och exempel inkluderar Saab, Epiroc, Israel Aerospace Industries (IAI) och BAE Systems.

Det finns tekniksynergier mellan affärsområdena, särskilt genom återanvändning av programvara och algoritmer samt användningen av IMU-sensorer i satellitkommunikationssystemen. Det finns även synergier inom försäljning, marknadsföring, leverans, produktion och forskning och utveckling inom Kebnis verksamheter. Bolaget har huvudkontor i Kista och har även verksamhet i Karlskoga och Kalix. Omsättningen var 26 mkr 2022. Vid slutet av 2022 var man 21 anställda och utöver det har Kebni marknadskonsulter över hela världen, vilket ger närvaro i cirka 20 länder. Kebni grundades 2013 under namnet ASTG, har varit noterade sedan 2014 och på Nasdaq First North Growth Market sedan augusti 2020.

Figur 1: Tidslinje



Källa: Bolaget, EPB

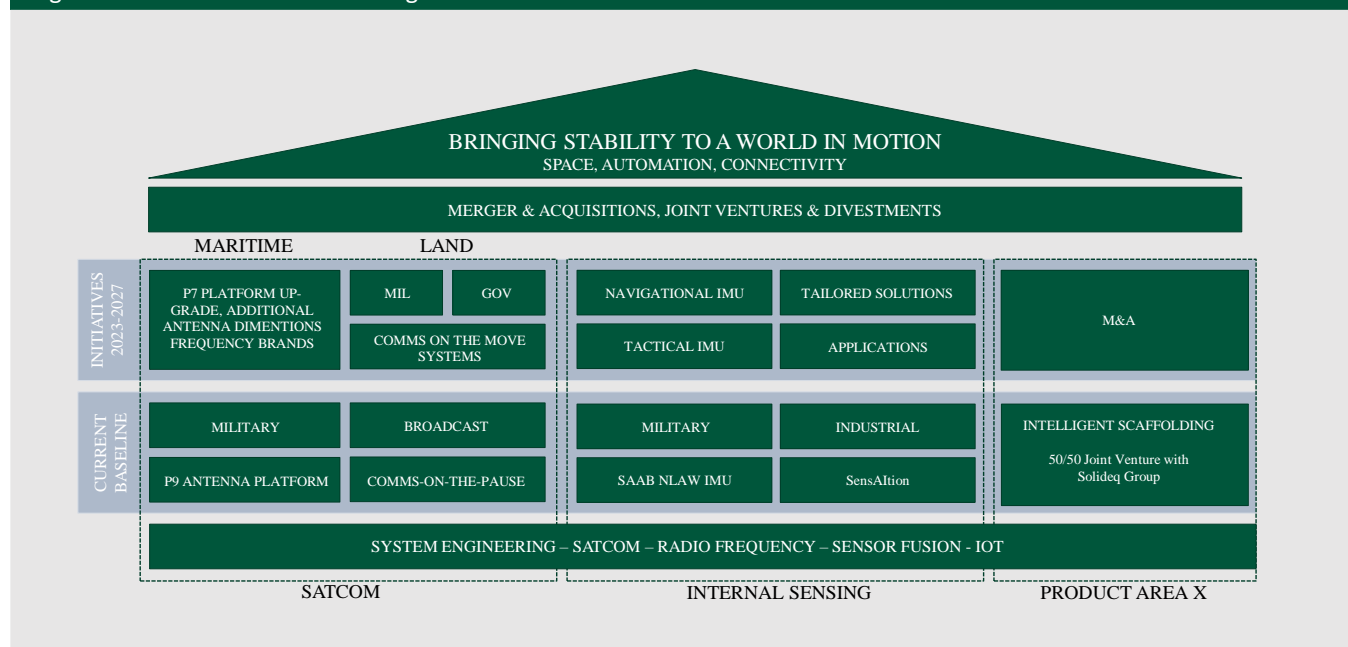
Ny strategisk plan för 2023-2027 indikerar kraftig tillväxt kommande år

För att få en bild av vart Kebni är på väg kan vi titta på den uppdaterade strategiska plan för 2023-2027 som annonserades i november 2022 som även innehåller finansiella mål.

- Kebni ska uppnå en nettoomsättning om 150-200 mkr år 2024 och därefter ha en årlig tillväxt på 20-25%
- Kebni ska uppnå ett positivt kassaflöde och en EBITDA-marginal på 5-10% år 2024
- Produktområdet Inertial Sensing ska växa och bli större än Satcom under 2023
- Produktområdet Satcom ska växa snabbare än den adresserbara marknaden över de kommande fem åren (marknadstillväxt Satcom Maritime ~20% och Land ~4%)

Positivt resultat och kassaflöde 2024 innebär en stor vändning för företaget och möjliggörs tack vare en rekordhög orderstock inför 2023-2024. Ryggraden för att nå de finansiella målen kommer att vara försäljning av NLAW-IMU:er (se detaljer och diskussion nedan).

Figur 2: Kebni – översikt och strategi



Källa: Bolaget, EPB

Tabell 1: Marknadsstorlek och total adresserbar marknad (TAM)

Global marknad	Storlek USDm	CAGR Segment	TAM USDm	CAGR
VSAT-terminaler	7 500	17% Satcom Maritime	70	20%
		Satcom Land	94	4%
		Satcom Land utökat erbjudande	1 500	40%
Avancerade IMU:er	3 100	6,5% Inertial Sensing	400	15%

Källa: Markets and Markets, NSR, Yole Intelligence High-End Inertial Sensors 2022, Bolaget, EPB

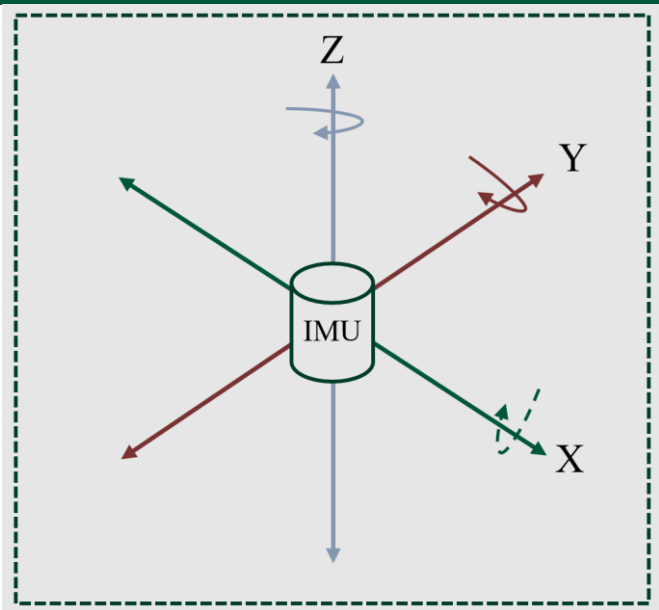
Inertial Sensing

Affärsområdet *Inertial Sensing* verkar inom rörelseanalys, stabilisering, positionering och navigation. Detta bygger på en teknologi för tröghetssensorer, även kallat IMU. Inom *Inertial Sensing* har Kebni en konkurrensfördel tack vare sin kompetens inom utveckling och kalibrering, vilket gör att man kan erbjuda en överlägsen pris/prestanda inom sina segment för IMU-sensorer. Detta har gjort att bolaget har fått prestigeordern att utveckla en skräddarsydd IMU-sensor för Saabs NLAW som kommer att börja levereras under 2023. Utöver det lanseras de standardiserade sensorerna SensAltion samt en unik helhetslösning för intelligenta byggnadsställningar. Enligt bolagets strategiska plan ska *Inertial Sensing* växa om Satcom (i försäljning) under 2023.

Tröghetssensorer – IMU – finns i allt som rör sig

En tröghetssensor, eller IMU (Inertial Measurement Unit), är en elektronisk sensor som mäter hur ett objekt rör sig och är en av de vanligaste sensorerna inom navigation. IMU:n består av gyroskop och accelerometrar i tre axlar, vilket gör att det går att mäta rörelse i tre dimensioner (se Figur 3). Teknologin gör det möjligt att mäta position, acceleration och hastighet. Som en vidareförädling av IMU:n kan man komplettera med ytterligare sensorer, så som till exempel GPS och odometer, och utifrån kombinationen skapa ett komplett och robust navigeringssystem (INS, Inertial Navigation System). Kebni erbjuder även sådana vidareförädlingar.

Figur 3: En IMU består av gyroskop som mäter roterande rörelse kring de tre axlarna (x, y, z) samt accelerometrar som mäter acceleration i samtliga tre rumsliga dimensioner



Källa: builtin.com, EPB

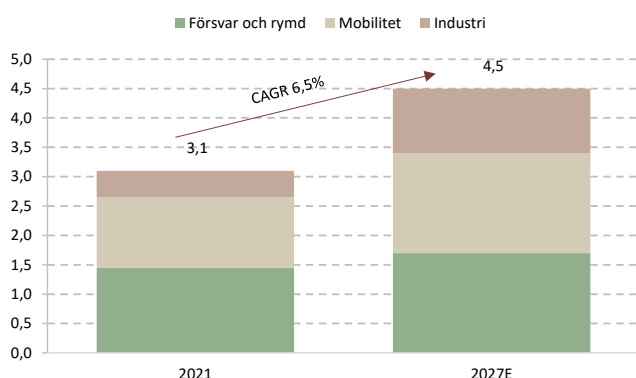
Allt fler saker i samhället förväntas att röra sig själva och för det behövs rörelseavkänning. Användningsområdena för IMU:er är nästintill obegränsade och det finns ett flertal segment med olika prestandakrav. Bland konsumentprodukter finns enklare IMU:er i exempelvis mobiltelefoner, spelkonsoler och stegräknare. I en mobiltelefon är det en IMU som känner av att du vänder telefonen och därmed lyser upp. Inom industrin används IMU:er som hjälpmedel i stabiliseringen av till exempel industrirobotar, flyg, drönare, vindkraftverk, u-båtar, satelliter och självkörande fordon. I havsbaserade vindkraftverk kan en IMU mäta hur högt vågorna går och därmed kontrollera säkerheten. För en bil kan en IMU känna av en kraftig hastighetsminskning och på så vis avgöra ifall krockkudden ska utlösas.

Teknologin används också mycket inom försvarsindustrin. Ett exempel på användning är att följa och spåra en soldat som springer in i en byggnad, vilket kan göra att GPS-signalen försvinner. Då används gyroskopet och accelerometern och dessa två kombinerat kan avgöra var soldaten befinner sig. Behovet av att upptäcka rörelse är en viktig säkerhetsaspekt och IMU:er kan komma att bli en självklarhet när man bygger fastigheter, tunnlar, broar och annan infrastruktur. Varhelst man behöver detektera rörelse kommer IMU:er att vara en del av säkerhetssystemet.

Kebnis adresserbara marknad växer snabbare än globala marknaden för IMU:er

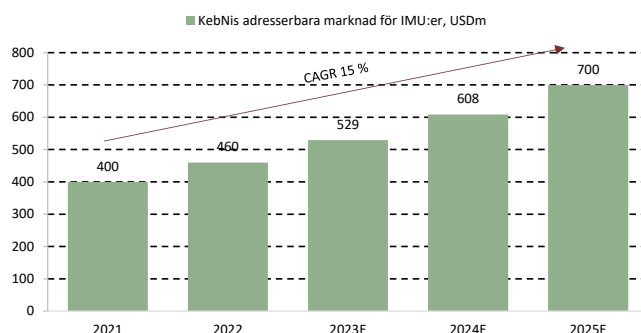
Den totala marknaden för avancerade IMU:er uppgick 2021 till ca USD 3,1mdr och väntas växa med i genomsnitt 6,5% per år till 2027 (Diagram 7). Med Kebnis nuvarande produktportfölj är bolagets adresserbara marknad ca USD 400m och väntas ha en årlig tillväxt på ca 15% (Diagram 8). Faktorer som driver denna snabba tillväxt inom Kebnis segment är generella trender som modernisering av försvar, nya applikationer inom rymd, robotar, logistik, automation och mobilitet.

Diagram 7: Globala marknaden för avancerade IMU-sensorer är stor (USDmdr)



Källa: Yole Intelligence High-End Inertial Sensors 2022, EPB

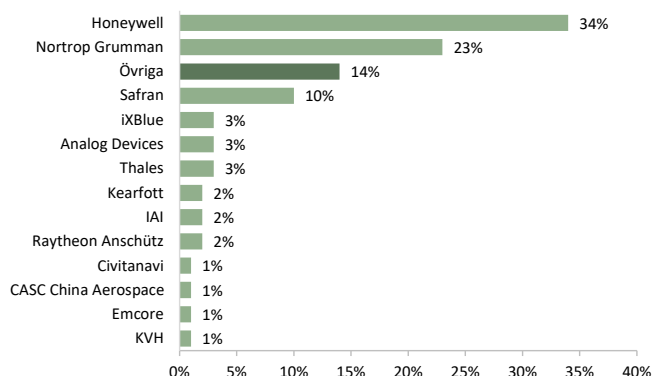
Diagram 8: Kebnis adresserbara marknad inom IMU-sensorer växer snabbare än totala marknaden



Källa: Bolaget, EPB

Det finns uppåt tusen tillverkare av IMU:er med olika varianter och standarder. Amerikanska Honeywell är den största spelaren och erbjuder det mesta inom IMU-teknologi och följs av amerikanska Northrop Grumman och franska Safran. Dessa tre står för nästan 70% av marknaden för avancerade IMU:er (Diagram 9). Utöver det finns det många små och nischade aktörer med skräddarsydda lösningar. Det finns också många industriföretag som gör sina egna IMU:er. Många aktörer finns i USA, vilket är drivet av den amerikanska försvarsindustrin. Produkter som är från USA, eller som innehåller delar från USA, faller ofta inom ramen för USAs exportkontroll (ITAR, International Traffic in Arms Regulations). Till skillnad från i EU utgår ITAR från bedömningar istället för fördefinierade prestandanivåer, och målet är att stödja inhemska strategiska mål genom handelskontroll. Ofta ses det därför som en nackdel om produkter kommer från USA

Diagram 9: Marknadsandelar avancerade IMU:er (2021)



Källa: Yole Intelligence High-End Inertial Sensors 2022, EPB

Under många år har denna bild varit relativt stabil, men under de senaste tre åren har vi sett en ökad aktivitet av förvärv och kapitalanskaffning på IMU-marknaden. Denna trend kan komma att fortsätta framöver då mindre aktörer kan komma att finansiera en ökad skala av sin verksamhet samt att större bolag kan komma att köpa mindre och nischade aktörer. Dessutom kan det ske en konsolidering där mindre bolag går ihop för att ta marknadsandelar.

Kebnis plats i marknaden – nischade segment med hög lönsamhet

En IMU i sin enklaste form är en sådan som sitter i en mobiltelefon och lyser upp skärmen när du vänder upp telefonen. I den andra ytterligheten finns IMU:n i navigeringssystem i atomubåtar. Kebni har valt att lägga sig i segment där man inte konkurrerar med de allra enklaste som finns i mobiltelefoner, för vilka det finns billiga kinesiska IMU:er, och inte heller i det mest avancerade segmentet som atomubåtar. Kebni har valt att fokusera på mellansegment där det finns stora volymer och kunderna betalar för prestanda, då detta är ett lönsamt område. Här kan Kebni leverera bättre produkter med högre prestanda och hitta sina unika nischer. Kebni har byggt skalbara plattformar för flera produkter inom industriella användningsområden som till exempel självkörande fordon, vindkraftverk, satellitantenner och missiler. Inom Kebnis nischer är det inte volymen som ger mest värde utan det totala kundvärdet. Kebni ska leverera produkter med bättre prestanda och totalekonomi för slutanvändaren än vad konkurrenter erbjuder.

Nedan är några exempel på var den installerade basen finns. Det handlar ofta om säkerhetskritiska användningsområden i tuffa miljöer med väldigt höga krav på exakthet och lång hållbarhet. När kunderna ställer höga krav innebär detta också högre priser och lönsamhet. I exemplen i Figur 4 återfinns applikationer som:

- Prediktiv analys – Underhållsprediktion på exempelvis Volvo A30E-baserade BAE Systems Archer
- Självkörande fordon – Navigering för exempelvis Epirocs självkörande underjordiska hjullastare
- Tuffa miljöer – Sensorer för Saabs NLAW-missil
- Top-level racing – Kalibreringslösningar för exempelvis Formel 1-bilar
- Satellitkommunikation – Kontrollsystem för exempelvis stabiliserade militära antenner
- Rymdnavigation – Navigationskomponenter för exempelvis Mars Rover

Figur 4: Exempel på användningsområden

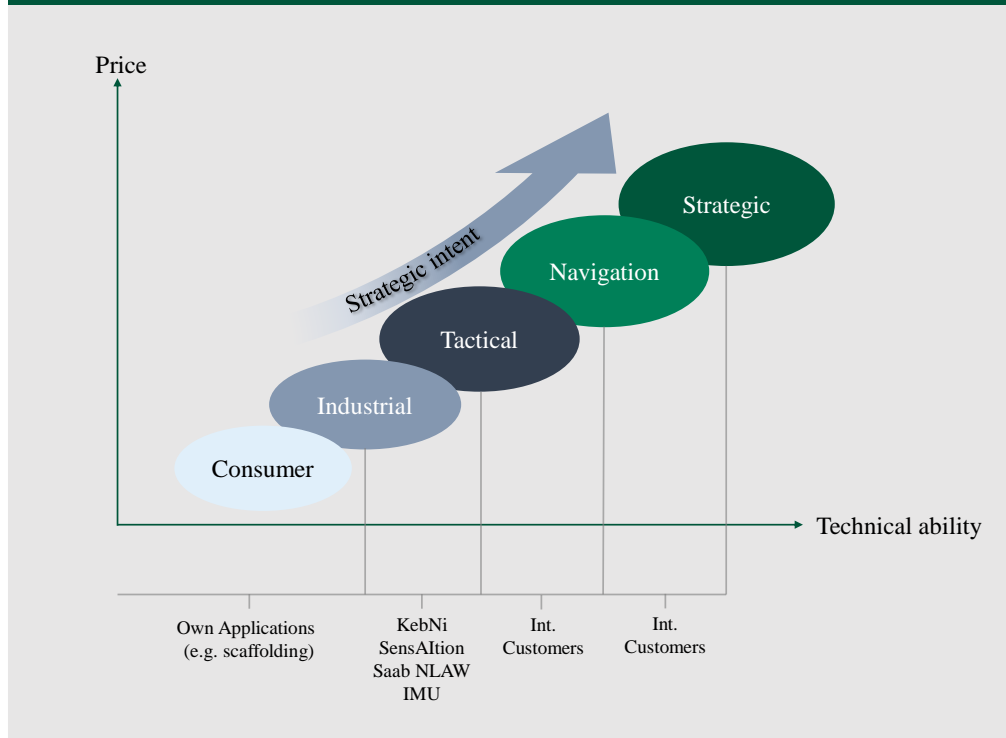


Källa: Bolaget

Segmentering

IMU-marknaden kan förenklat delas in i segment enligt Figur 5 nedan. Konsumentmarknaden är en massmarknad med hög prispress. Kebni har inte ambitionen att gå in och konkurrera inom konsumentsegmentet. Däremot kan det vara intressant att använda billiga sensorer från konsumentmarknaden för att göra sofistikerade helhetslösningar inom hittills inte adresserade marknadsområden. Första exemplet är det pågående projektet för intelligenta byggnadsställningar. Segmentet Strategic kan vara till exempel atomubåtar och är väldigt kostsamt och avancerat. Idag finns Kebni i segmentet Industri och strategin är att röra sig uppåt mot Strategic.

Figur 5: Segment och Kebnis marknads- & produktstrategi inom Inertial Sensing



Källa: Bolaget, EPB

Produktutveckling och förvärv

Produktutveckling sker ofta tillsammans med kund för att möta specifika behov där bolagets tekniska kompetens tas till vara. Det kan även bli aktuellt med strategiska förvärv för att hitta områden med synergieffekter. Det kan handla om att komplettera bolagets etablerade teknologier, produkter, produktområden eller nå nya marknader.

Figur 6: Tillväxtplan Inertial Sensing

	INERTIAL SENSING		PRODUCT AREA X
INITIATIVES 2023-2026	NAVIGATIONAL IMU	TAILORED SOLUTIONS	M&A
	TACTICAL IMU	APPLICATIONS	
CURRENT BASELINE	MILITARY	INDUSTRIAL	INTELLIGENT SCAFFOLDING 50/50 Joint Venture with Solideq Group
	SAAB NLAW IMU	SensAltion	

Källa: Bolaget, EPB

Kebnis konkurrensfördel är Kalibrering

Produktionen av en IMU är i sig inte komplicerad och kan göras av många. I Kebnis fall använder man sig av underleverantörer som gör detta. Kebnis kärnkompetens ligger i att utveckla och sedan kalibrera IMU:erna. Kalibreringen består förenklat av att mäta upp varje enskild IMU på komponentnivå för att hitta inexaktheter. Om till exempel accelerometern eller gyroskopet sitter lite snett kompenserar man detta vid kalibreringen. Varje individuell IMU är enskilt kalibrerad för sitt användningsområde. Detta resulterar i en produkt som har högre prestanda än den hade efter ursprunglig montering. Denna avancerade kalibrering görs inte av alla aktörer och Kebni är bland de bästa på detta och kan därmed ge en hög prestanda till ett lägre pris än många andra. På detta vis konkurrerar man med pris genom att få ut mer prestanda av en från början enkel

IMU. Det är här pris-prestanda skapas, vilket är en stor konkurrensfördel och dörröppnare gentemot kunder. Det är denna konkurrensfördel som gjort att Kebni fått kontrakt med stora kunder.

Utöver detta hjälper Kebni kunderna med implementationen, vilket resulterar i lösningar med både hård- och mjukvara. Genom att också dela med sig av sin kunskap till kunderna kan man också hitta nya användningsområden och blir en attraktiv partner. Ytterligare en faktor är att det finns många länder som inte vill använda sig av amerikanska komponenter, eftersom USA ställer höga krav på att kontrollera hur de används och gör detta omständligt. Detta ger också en konkurrensfördel då många andra aktörer är amerikanska.

Produktområdet Inertial Sensing står på tre ben

Kebnis produktstrategi inom Inertial Sensing står på tre ben:

1. **Komponentförsäljning** – där Kebni tillverkar och säljer IMU:er med en grundegenskap för att användas i en annan huvudprodukt – så kallade Off-the-shelf-produkter. Exempel är den nyutvecklade produktfamiljen SensAltion.
2. **Systemförsäljning** – där Kebni utvecklar en skräddarsydd IMU specifikt för en kunds ändamål. Kebni utvecklar och säljer sensorapplikationer till en annan huvudprodukt. Exempel är den skräddarsydda IMU-sensor som Kebni utvecklat till Saabs NLAW-system.
3. **Applikationsförsäljning** – där Kebni utvecklar en produkt och tar den hela vägen till marknaden själva eller i samarbete, så kallade end-to-end-applikationer. Det handlar om system med innehållande sensorteknik, i form av en egen fristående produkt till slutkund. Exempel är det sensorbaserade säkerhetssystem för byggnadsställningar som Kebni utvecklat och som nu närmar sig kommersiell fas tillsammans med partnern Solideq.

Den nya produktfamiljen SensAltion IMU och INS

Kebni har erfarenhet av att utveckla IMU- och INS-lösningar för navigering av fordon långt ner under jord, på land, till sjöss, i luften och till och med på Mars. Baserat på denna omfattande erfarenhet, och för att rikta sig till en bredare marknad, har bolaget utvecklat en ny produktfamilj som kallas SensAltion. Denna innebär en IMU-plattform som är "off-the-shelf" och som stödjer en mängd applikationer där pris-prestanda är en viktig faktor. SensAltion är standardiserade, men det går även att göra anpassningar vid behov. Detta tack vare den modulära designen som gör det möjligt att lägga till sensorer och funktioner. Produkterna är utformade för att möta kraven från morgondagens fordon när det gäller såväl specifikationer, pris och regulatoriska krav.

Det finns tre olika versioner av SensAltion som bygger på samma elektronik. Den enklaste är som ett kretskort som går att bygga in i kundens huvudprodukt. Steget ovanför är en IMU som har ett ruggat skal och tål tuffare miljöer. Den mest avancerade SensAltion INS har även inbyggd GPS.

Figur 7: Olika versioner av SensAltion



Källa: Bolaget

De tre kontakterna på sidan av den mer avancerade är satellitantennkontakter, vilket gör att produkten fungerar som ett fullt fungerande navigeringssystem.

Varje enhet kalibreras individuellt, vilket är en stor anledning till att SensAltion kan uppvisa en mycket konkurrenskraftig prisprestanda. Kebni går inte ut med hur mycket en enhet kostar, men vi uppskattar att spannet borde ligga mellan 15 000 kr och 50 000 kr från den enklaste till den mest avancerade.

Stort intresse och många användningsområden

SensAltion lanseras officiellt andra kvartalet 2023, men har redan innan fått ett flertal ordrar, vilket visar på ett stort kundintresse. Det finns en mängd användningsområden för produkterna. Ett exempel är en beställning från noterade SeaTwirl, som utvecklar vindsnurror off-shore. Dessa har en automatisk nödavstängning som kräver sensorer. SensAltion hjälper till med detta på ett kostnadseffektivt sätt. I detta fall tillhandahåller Kebni även mjukvara, vilket ger en helhetslösning tillsammans med hårdvaran SensAltion. Utöver detta har beställningar kommit från en ospecificerad ledande aktör inom självkörande fordon samt två beställningar av ett Top-Tier Fortune 500-bolag. Om Kebni lyckas att komma in med rätt timing i kunders utvecklingsprojekt kan det ge stora volymordrar framöver. SensAltion kommer att kalibreras i den nya produktionsanläggningen i Karlskoga, tillsammans med IMU:erna för Saabs NLAW.

Skräddarsydd IMU-sensor till Saabs NLAW

I juni 2020 blev Kebni utvald, i internationell konkurrens, att utveckla en skräddarsydd IMU-sensordlösning till Saabs NLAW-system. NLAW (Next-generation Light Anti-tank Weapon) är ett pansarvärnssystem som Saab Dynamics utvecklat för Storbritannien och Sverige sedan 2002. Kunder inkluderar Storbritannien, Sverige, Finland, Luxemburg och Schweiz. Med NLAW kan en enskild soldat bekämpa stridsvagnar försedda med avancerade skyddssystem på avstånd från 20 till 800 meter. När Saab ville förbättra IMU-sensorn i NLAW vann Kebni detta prestigefyllda kontrakt och planen var att utvecklingsprojektet skulle vara klart 2028. När sedan kriget i Ukraina bröt ut blev det angeläget att slutföra detta betydligt tidigare och i april 2022 beslutades att accelerera utvecklingen och Saab lade den första ordern för serieleverans. IMU-sensorn kan liknas vid att fungera som missilens ögon, öron och balanssinne.

Figur 8: Skräddarsydd IMU-sensor till Saabs NLAW



Källa: Bolaget

Figur 9: Utgör missilens "ögon, öron och balanssinne"



Källa: Saab

Marknadspotentialen är stor och har accelererats av kriget i Ukraina

Det har uppskattningsvis tillverkats totalt ca 35 000 NLAW, där de största kunderna är Storbritannien, Sverige, Finland och Schweiz. Det kortsiktiga behovet av att fylla på lagren av NLAW är mycket stort. NLAW står till exempel för en stor del av de 10 000 pansarvärnsvapen som Storbritannien allena har skickat till Ukraina. Sannolikt kommer man att fylla på med mer än vad man hade innan för att bygga upp marginaler och motståndskraft. Saab har uttryckt ambitionen att öka upp produktionskapaciteten ordentligt för att klara av stora volymer framöver.

I oktober 2022 fick Kebni den första volymordern från Saab på 76 mkr och gäller en första serieleverans av de skräddarsydda IMU-sensorerna under 2023-24. Kebni har därför anskaffat en produktionslokal i Karlskoga och etablerar produktionslinor där för kalibrering av IMU:er både för NLAW och för produktfamiljen SensAltion. Materialsäkring och produktionslinor ska vara klara i god tid innan leveransen sätter i gång i slutet av Q2. I december 2022 fick Saab först en order från Storbritannien på NLAW värt 2,9 mdkr och sedan en från Sverige värt 900 mkr. I februari 2023 kom sedan en order från Finland på NLAW med ett värde på 400 mkr. Dessa ordrar har ännu inte förts vidare till Kebni i form av IMU-ordrar, men det torde endast vara en tidsfråga.

Då det handlar om försvarshemligheter finns ingen officiell information om hur mycket en NLAW respektive hur mycket Kebnis IMU kostar. Ett typiskt pris på IMU-sensorn till ett pansarvärnssystem brukar enligt bolaget ligga mellan 20 000 och 60 000 kr. Gällande NLAW ligger priset någonstans mellan USD 30 000 och 40 000 (ca 300 000-400 000 kr) enligt ett antal olika tidningsartiklar i ämnet. Utifrån ovanstående gör vi antagandet att Kebni kan sälja sin IMU för i snitt 35 000 kr per enhet.

Ovanstående ger en sammantagen bild av att försäljningspotentialen för Kebnis NLAW-IMU är mycket stor och kommer att bli en väsentlig andel av den totala affären för bolaget de närmaste åren.

Applikationsförsäljning – Intelligent byggnadsställningar

En viktig del av Kebnis strategi att utveckla fler användningsområden som utnyttjar bolagets kompetens inom Inertial Sensing och ambitionen är att från och med 2023 utveckla en ny end-to-end-applikation per år.

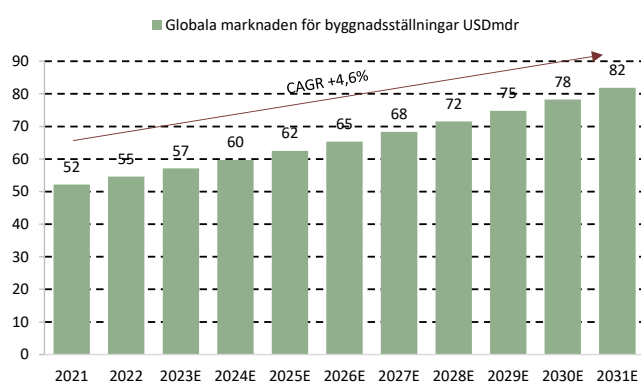
Det första projektet av detta slag är ett system där man övervakar byggnadsställningar och hur de rör sig. Det finns stora säkerhetsrisker med byggnadsställningar och Kebni har tagit fram ett övervakningssystem för att identifiera dessa risker. Det är en unik lösning där en IMU sätts på ställningen och via mjukvara känner av rörelse av olika slag. Det kan handla om risk för att ställningen ska rasa, men även vilka människor som rör sig på ställningarna och på vilket sätt. I detta fall är det alltså en helhetslösning där Kebni, förutom IMU-sensorn, även utvecklat mjukvara som man sökt patent för. IMU:n är i sig relativt enkel, men totallösningen blir avancerad och unik på en global marknad som helt saknar konkurrens.

Projektet görs i samarbete med Solideq Group AB som är en av de ledande aktörerna på byggnadsställningar i Sverige och Norge och som har starkt fokus på säkerhet. Ett joint-venture mellan Kebni och Solideq annonserades i januari 2023. Med Kebnis tekniska kompetens och Solideqs marknadsförståelse uppfattar vi detta som en bra kombination. Systemet har testats som prototyp och även skarpt på en operativ byggnadsställning. Den testperioden börjar att närma sig sluttampen. Därefter är pilotprojekt planerade tillsammans med externa partners och myndigheter i Sverige och Norge, vilka är tänkta att starta under Q2 2023. Systemet borde börja säljas i kommersiell skala från och med 2024.

Unik lösning på global marknad

Den globala marknaden för byggnadsställningar är runt USD 55mdr och väntas växa med nästan 5% årligen till och med 2031. Bara i USA leder olyckor i anslutning till byggnadsställningar till omkring 4 500 skador och 60 dödsfall per år enligt United States Bureau of Labor Statistics. I dagsläget görs normalt en säkerhetsbesiktning när ställningen tas i bruk och efter det görs i princip ingen mer säkerhetsövervakning. När en innovativ lösning som Kebni bevisat sig och finns kommersiellt tillgänglig borde efterfrågan kunna bli stark. Ur Kebnis perspektiv bör det kunna bli en skalbar verksamhet då lösningen snarare är en tjänst än en produkt. Ingen annan liknande lösning finns i dag på marknaden och en patentansökan för mjukvaran är inlämnad.

Diagram 10: Den globala marknaden för byggnadsställningar är enorm



Källa: Allied Market Research

Figur 10: Den första end-to-end-applikationen



Källa: Bolaget

Satcom

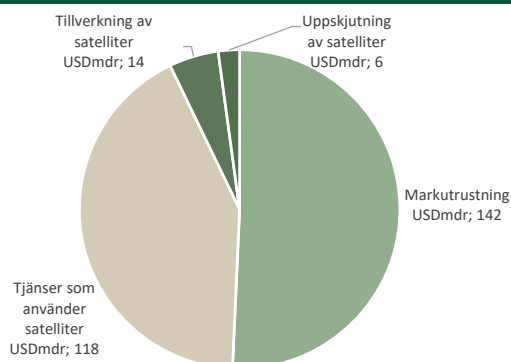
Inom affärsområdet Satcom har Kebni världens mest testade maritima antenn för militära krav som nu kan börja säljas till världsledande systemintegratorer, såväl befintliga kunder som nya. Dessutom utökar Kebni sin marknad inom satellitkommunikation på land genom nya kundsegment samt nya unika produkter som snart kan komma att lanseras.

Även om en stor del av världens befolkade områden har mobiltäckning är det endast ca 15% av jordens yta som täcks av mobilnät. För att ha en pålitlig förbindelse krävs därför satellitkommunikation och antal satelliter ökar både för kommersiellt och militärt bruk.

Den geopolitiska situationen i världen gör att försvarsanslagen växer och där blir satellitkommunikation en allt viktigare del. Marknaden för satellitkommunikation som helhet är en jättemarknad som består av många olika delar. Det handlar bland annat om tillverkning och uppskjutning av satelliter. Det finns också en mängd kommersiella och offentliga tjänster, som till exempel TV, bredband eller annan kommunikation som använder satelliter.

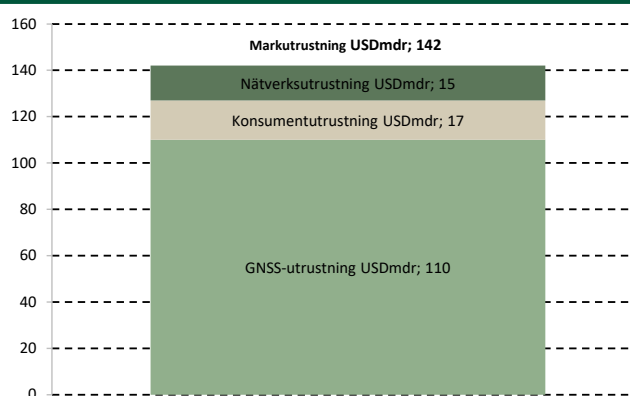
Den största delen av marknaden är utrustning som finns på marknaden – segmentet omsatte globalt ca USD 142 mdr 2021. Den största delen av det som finns på marknaden handlar om GNSS-utrustning, en del av satellitbaserade navigationssystem såsom GPS. En annan del av markutrustningen handlar om konsumentrelaterade antenner som exempelvis TV-paraboler. Det finns också en mängd nätverkslösningar inklusive VSAT-terminaler och denna del omsatte ca USD 15 mdr globalt 2021.

Diagram 11: Den globala satellitmarknaden 2021 – över hälften är markutrustning



Källa: The State of the Satellite Industry Report 2022

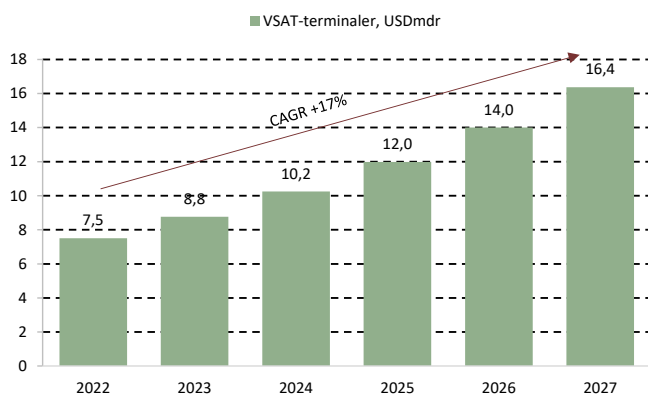
Diagram 12: Den globala marknaden för markutrustning består av flera delar (2021)



Källa: The State of the Satellite Industry Report 2022

Very Small Aperture Terminal, eller VSAT-terminaler, är en liten markstation som används för tvåvägskommunikation via satellit. Diskantennen brukar vara 1-3 meter i diameter. Den globala marknaden för VSAT-terminaler uppskattades vara ca USD 7,5 mdr 2022 och väntas växa med 17% årligen till och med 2027.

Diagram 13: Den globala marknaden för VSAT-terminaler



Källa: Markets and Markets, EPB

Kebni verkar inom marksegmentet och utvecklar, producerar och säljer unika stabiliserade VSAT-antenner för mobil användning både för marina applikationer och för användning på land. Framför allt är man inriktad på lösningar som kräver stabilitet i tuffa miljöer och klarar yttre påfrestningar. Inom affärsområdet Satcom har Kebni segmenten Satcom Maritime och Satcom Land.

Satcom Maritime

Inom det maritima segmentet har Kebni VSAT-satellitantenner som tål tuffa marina miljöer när det är svår sjögång; en viktig funktion då antennen alltid måste vara riktad mot satelliten. Kebnis antenner är konstruerade för att klara de tuffaste förhållanden. Kebnis teknik bygger på 4 axlar, medan många konkurrenter har 3 axlar. Detta sliter mindre på mekaniken och gör antennen väldigt snabb och pålitlig, då den kan röra sig smidigt och utan några döda vinklar. Kebnis nya maritima antenner är världens mest testade antenner för militära krav. Man har precis avslutat utvecklingsfasen av en av de modernaste antennerna i världen som nu kan börja säljas på marknaden.

Israeli Aerospace Industries (IAI) och utvecklingen av den nya plattformen P9

Historiskt har Kebni sålt antenner till kommersiella fartyg, men hade egentligen för avancerade produkter vilka därmed blev för dyra för det segmentet. Detta ledde till att man rörde sig mot militär användning genom kunder som Israeliska IAI och spanska Indra, som är stora systemintegratörer och därmed viktiga vägar in till den militära marknaden.

IAI är ett israeliskt statsägt multimiljardbolag inom flyg och försvar. IAI utvecklar, producerar och underhåller bland annat civilflyg, stridsflyg, drönare, missiler och rymdbaserade system. Inom försvarsdelen tillverkar bolaget bland annat militära system för det maritima segmentet och det är här som Kebni haft ett samarbete med bolaget sedan 2013. Israels militär fick upp ögonen för att Kebnis antenner var av hög kvalitet och tål mycket slitage och ville, genom IAI, ha den designen, vilket ledde till uppdraget att utveckla Kebnis P9-antenn.

Kebni vann upphandlingen i konkurrens med internationella spelare. Projektet att utveckla P9 som pågick mellan 2013 och 2022 var stort, svårt och har kostat mycket pengar. Resultatet är emellertid att man nu har en väldigt bra produkt utifrån militära krav. Utvecklingen slutlevererades i juni 2022 och försäljningsarbetet har sedan dess intensifierats.

Systemet bygger på ett koncept som är modulärt och det är därmed möjligt att bygga olika varianter. Två antennplattformar finns som båda har alla stabiliserade funktioner – den mogna P7 som är större och den nya P9 som är mindre. Dessa kan kombineras med ett antal antennstorlekar och olika frekvensområden.

Figur 11: P9-plattform (Reflektor 0,7-1,5m)



Källa: Bolaget

Figur 12: P7-plattform (Reflektor 1,5-2,5m)



Källa: Bolaget

P9 – världens mest testade antenn för maritimt bruk

Båda plattformarna har genomgått omfattande tester, men det är framför allt P9 som har gått igenom alla så kallade MIL-tester och uppnått så kallad MIL-STD-810H-standard. Denna standard är utvecklad av det amerikanska försvarsdepartementet och fokuserar på att anpassa miljöutformningen och testgränserna för en militär utrustning till de förhållanden den kommer att uppleva under hela dess livslängd. Det handlar om faktorer som temperatur, vibrationer, fukt, sand och damm, strålning och diverse chocker så som explosioner. P9 klarar till exempel extrema temperaturer, vibrationer från en explosion från en undervattensmina och levererar full kapacitet vid kraftig sjögång.

Kunderna är varv och systemintegratörer, som säljer sina koncept där antennerna är en del av ett större system. Antennerna är inte klassade som militära produkter, men de är militärfähiga. Antennerna levereras utan modem och krypterad kommunikation och är därmed civila. Det kommer att finnas en servicemarknad av installerad bas, där Kebni antingen kan göra servicen själva eller lära upp till exempel IAls installatörer att kunna sköta servicen hos deras kunder. Bolaget uppskattar att serviceintäkterna kan röra sig om runt 10% av installerad bas.

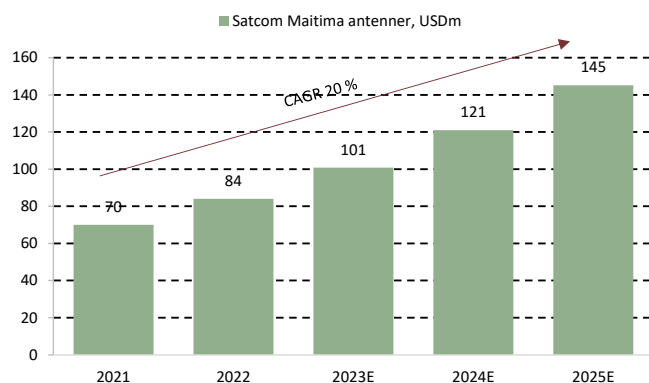
Det finns en historisk försäljning av P7 och den kommer att fortsätta att säljas. Marknaden har även ett behov av större plattformar och om man hittar rätt kund att samarbeta med kan även P7-plattformen moderniseras och göras MIL-certifierad.

Stark marknadsposition i kommersiell fas på stor och växande marknad

Efter ett långt utvecklingsprogram mot IAI, som började 2013, var det en stor milstolpe för Kebni att i juni 2022 slutföra utvecklingsfasen och på riktigt starta det kommersiella försäljningsarbetet av sina plattformar. Förutom att intensifiera försäljningen till IAI, ska Kebni utöka sitt försäljningsnätverk och identifiera ytterligare affärer för militärt bruk. Många mariner uppdaterar just nu sina fartyg, vilket innebär att Kebnis tajming och positionering är gynnsam.

Kebnis adresserbara marknad för maritima Satcom-antennerna P7 och P9 var enligt bolaget ca USD 70m 2021 med en beräknad årlig tillväxt på ca 20% till och med 2025. Redan under utvecklingskontraktet har Kebni haft ett par procents marknadsandel, en siffra som bör kunna komma upp nu när en bevisad produkt finns tillgänglig för fler kunder.

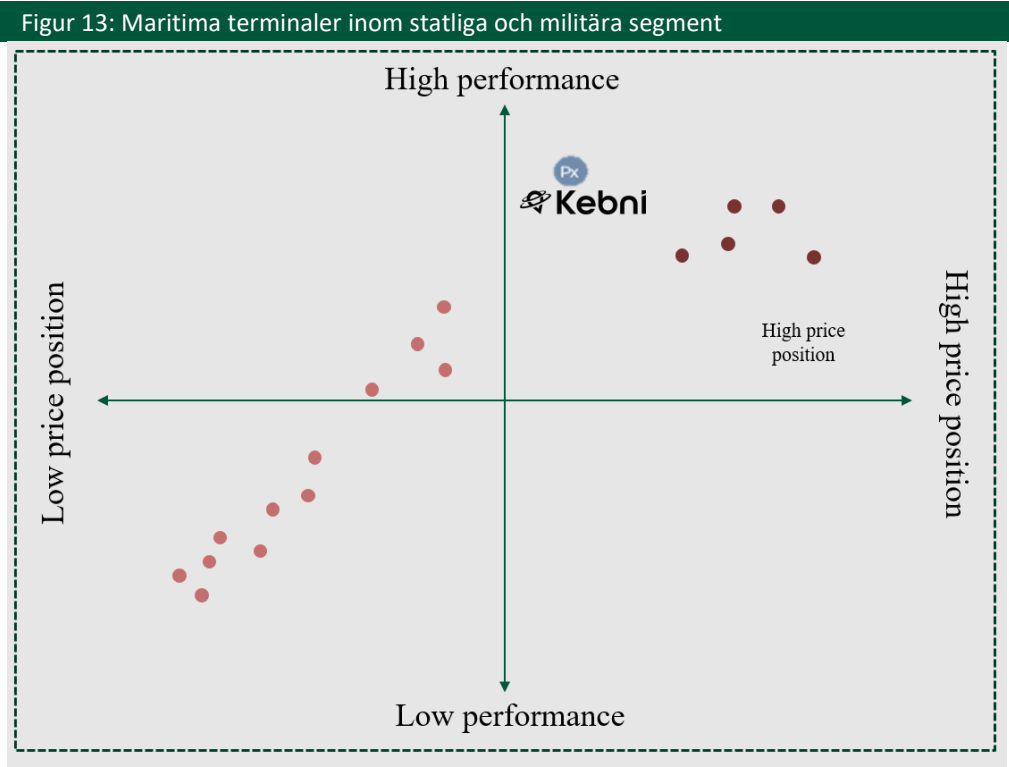
Diagram 14: Kebnis adresserbara marknad för Satcom
Maritime växer snabbt



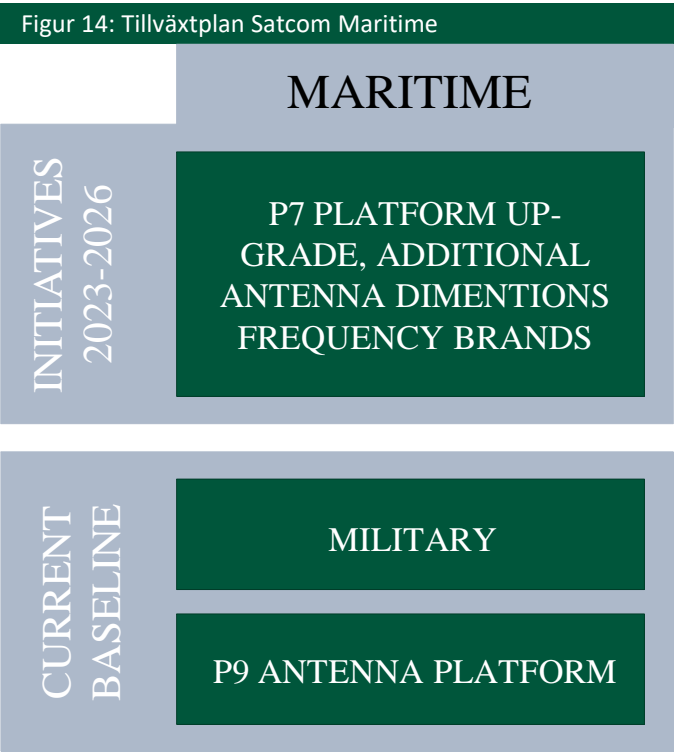
Källa: NSR 2018

Det finns flera inträdesbarriärer för att komma in på denna marknad och kunna sälja till militära kunder. För det första behöver utrustningen genomgå MIL-tester och där är Kebnis P9 världens mest testade antenn för militärt bruk. En annan barriär är svårigheten att komma in som leverantör hos de stora systemintegratörerna. Här finns Kebni hos IAI och Indra Sistemas. Skulle Kebni komma in på NATOs satellitkonstellation, som består av det amerikanska Satcom-systemet WGS, SYRACUSE från Frankrike, SICRAL från Italien och Skynet från Storbritannien skulle marknadspotentialen såväl som barriärerna öka ytterligare. För att komma in som leverantör till denna konstellation krävs att ett land står bakom, så här skulle ett svenskt NATO-medlemskap vara mycket positivt för Kebni.

Exempel på systemleverantörer som levererar VSAT-terminaler på den militära fartygsmarknaden är Airbus, General Dynamics, Harris Technologies, EM Solutions och Thales. Kebnis lösningar är mer robusta och ofta tyngre, men billigare än andra tillverkare i samma nisch. Däremot är man dyrare än kommersiella erbjödanden bland annat på grund av teknikvalet med fyra axlar. Men treaxliga lösningar har lägre prestanda och är därför delvis inriktade mot andra kundsegment. När kundbasen breddas kan produktionen ske mer kontinuerligt, vilket i sin tur gör att det går att effektivisera produktionen och därmed öka lönsamheten alternativt konkurrera med pris.



Källa: Bolaget



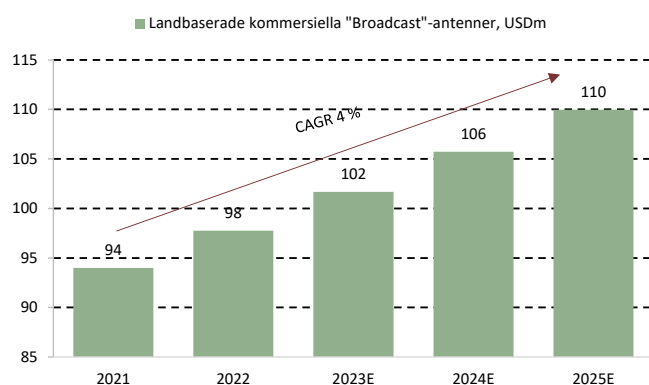
Källa: Bolaget, EPB

Satcom Land med varumärket Satmission

Segmentet Satcom Land bygger på varumärket Satmission, som är en av Europas ledande utvecklare och tillverkare av landbaserade mobila satellitkommunikationssystem. Satmission, som ligger i Kalix och funnits sedan 2004, köptes av Kebni i maj 2020.

Historiskt har Satmission framför allt levererat till nyhetsteam med kommersiella så kallade "Broadcast"-antenner till kunder över hela världen. Denna marknad är idag mättad och konkurrerar till viss del med mobiltelefoner sedan 4Gs och 5Gs intåg, vilket gör att tillväxten är blygsam. Dock finns behovet av satellitkommunikation kvar när det exempelvis efterfrågas större bandbredd vid stora event, eller om nyhetsteamerna åker långt utanför stadskärnan samt i krigssituationer. Marknaden omsätter ca USD 94m och beräknas ha en årlig tillväxt på ca 4%. Satmission har en del återkommande kunder och 2021 tecknades ett ramavtal en kund i Turkiet på ett värde av ca 90 mkr över tre år.

Diagram 15: Mogen marknad med blygsam tillväxt



Källa: Bolaget

Nya produkter och kundsegment ska ge högre tillväxt

I dagsläget har Satmission VSAT-terminaler inom vad som kallas COTP, Communication On The Pause. Detta innebär att terminalen är mobil genom att sitta på ett fordon, men måste stå stilla vid sändning och mottagning via satelliten. Bolaget är just nu i slutfasen med att ta fram produkter inom COTM, Communication On The Move. Denna typ av terminal fungerar även i rörelse, vilket gör att Kebnis erfarenhet från det marina segmentet och stabiliseringskompetens är till stor nytta. Produkten har tagits fram tillsammans med en italiensk partner och har än så länge fått bra respons. Med denna produkt blir potentiell marknad betydligt större. Efterfrågan ökar på satellitkommunikationsantennerna som möjliggör uppkoppling för fordon under färd, även i områden med svag täckning via marknätet. Produkterna ska även testas på mindre båtar, vilket ökar marknadspotentialen ytterligare.

Figur 15: Mobila produkter och lösningar inom COTP...



Källa: Bolaget

Figur 16: ...som klarar tuffa miljöer



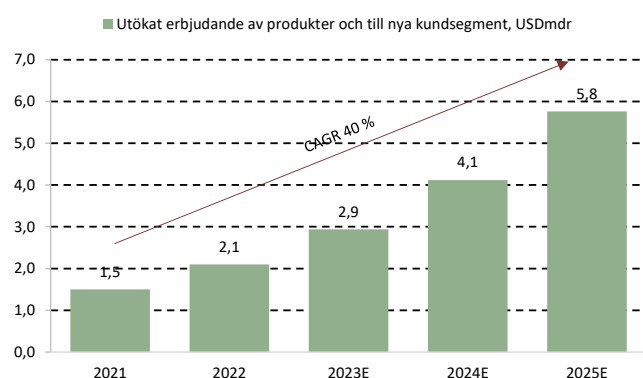
Källa: Bolaget

För att skapa mer tillväxt kommer Satmission även att erbjuda och anpassa sina produkter mot militär och blåljusmyndigheter, vilka är snabbt växande marknader.

Tack vare sin unika kombination av Satcom- och stabiliseringskompetens har Kebni med Satmission stora konkurrensfördelar i sitt erbjudande av produkter som klarar höga krav mot kunder som militär och blåljusmyndigheter. Satmission ligger långt fram när det gäller så kallade ruggade antenner, som alltså är robusta och tål tuffa miljöer, och konkurrensen är begränsad inom detta segment.

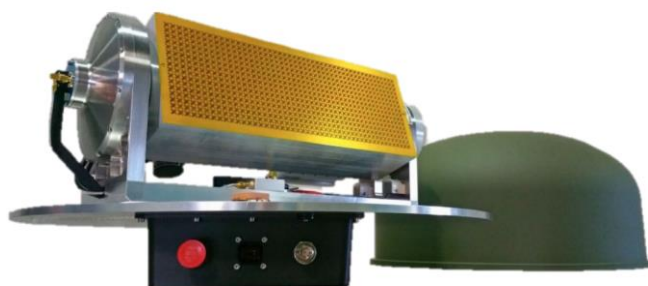
Det finns stora utvecklingsmöjligheter och genom att Kebni är ett litet bolag som kan vara snabbfotat och anpassa sig efter enskilda kunders krav, har man också en fördel gentemot större organisationer. Med ett utökat erbjudande av såväl nya produkter som mot nya kundsegment, beräknar bolaget att den adresserbara marknaden är USD 1.5mdr med en genomsnittlig årlig tillväxt på 40%.

Diagram 16: Utökat erbjudande ger betydligt starkare tillväxt



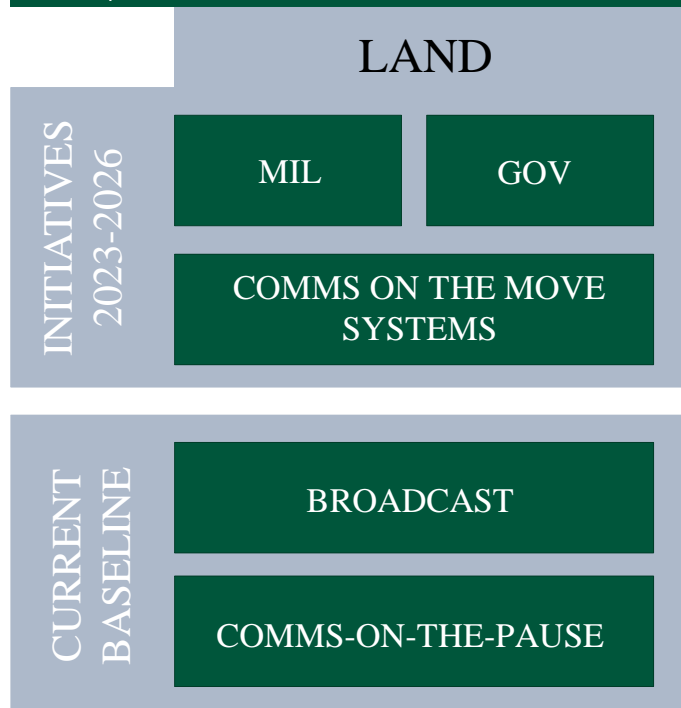
Källa: Bolaget

Figur 17: Demoversion av Satmission On The Move Land



Källa: Bolaget

Tillväxtplan Satcom Land



Källa: Bolaget, EPB

Produktion, sourcing och försäljning

Satcom Land med varumärket Satmission har egen produktion i Kalix. Utöver detta har Kebni inte någon egen produktion utan använder sig av så kallad legotillverkning. Detta har man valt för att kunna vara flexibel och skalbar. Genom att inte bygga upp kapacitet och anställa personal på ett ställe kan man sätta upp produktion var som helst i världen beroende på de behov som uppstår. Detta är viktigt eftersom hela världen är intressant som marknad för Kebnis produkter.

Dessutom skyddar det mot konjunkturella svängningar. Själva produktionen och monteringen av utrustningen är inte komplicerad så länge producenten har rätt instruktioner. Det viktiga är utvecklingsarbetet, kalibrering och tester av produkterna och det är där Kebnis kompetens finns. Produktionskapacitet är generellt enkelt att skala upp. Den trånga sektorn är varken produktion eller försäljning utan utvecklingskompetens då Kebni vill ha de bästa utvecklarna för att kunna möta kundernas behov.

Kebni täcker en betydligt större del av världen idag än vad man gjorde tidigare. För det första har man ökat antal säljare från 1 till 5 personer sedan 2021 och utöver det har man anlitat marknadskonsulter runtom i världen. Inom Kebnis segment handlar det om ett begränsat antal kunder som man behöver komma in på och bygga relationer med. Kebni har lokal marknadsnärvaro i ett 20-tal länder i Europa och Asien genom sina marknadskonsulter. Detta är relativt nytt och innebär att man tidigt kan identifiera behov på nya marknader och ha en bättre uppfattning och tätare dialog om kundernas behov och hur respektive lands upphandlingsprocess går till.

När det handlar om försvarsindustrin är det vanligt att köparen ställer krav på var produktionen sker och då är det en konkurrensfördel att kunna vara flexibel. I många fall kan ett kundsamarbete innebära att en lokal industri övertar en del av tillverkningen. Det skulle också kunna vara intressant att förlägga produktion i ett visst land för att komma in på den marknaden.

Marknadskonsulterna jobbar på provision och kostar inte förrän det blir försäljning. Kebni har gjort en stor satsning i Asien som är den största marknaden inom VSAT och där bolaget ser en stor potential. Inte minst Korea skulle kunna bli en viktig marknad, där den marknadsledande leverantören av VSAT-antennar, Intellian, finns. Korea har dessutom ingen egen IMU-tillverkning. Det finns stora behov att uppgradera flottorna i exempelvis Indonesien, Malaysia, Vietnam och Australien.

Begränsad valutarisk

Kebnis försäljning sker främst i EUR och USD, men de flesta inköp sker i samma valutor, vilket gör att valutarisken är begränsad. Däremot kan valutakursförändringar ha en omräkningseffekt när bolaget verkar på en internationell marknad och redovisar, samt upptar finansiering i SEK.

Ny produktionsanläggning i Karlskoga för IMU-kalibrering

Inom Inertial Sensing har Kebnis satsningar börjat ge frukt och man kommer att hantera betydligt större volymer IMU-sensorer inom kort. För att kunna hantera volymbeställningar från Saab för deras NLAW-sensorer samt lanseringen av SensAltion, anskaffade Kebni i oktober 2022 en 1 000 m² stor produktionslokal i anslutning till kontoret i Karlskoga.

Valet att förlägga anläggningen i Karlskoga kommer sig av närheten till kunder som Saab, BAE Systems, Epiroc och samarbetspartnern Solideq, samt att det finns kvalificerade utvecklings- och monteringsresurser där. Anpassning av lokalen pågår just nu för storskalig serieproduktion och förväntas vara klar i början av Q2 2023. Efter det ska maskiner och testutrustningar installeras. Produktionslinan och personal ska vara redo för produktionsstart och serieleveranser i slutet av Q2. Anläggningen är främst till för slutmontering, testning och kalibrering av sensorerna och kvalificerad personal har rekryterats.

Den nya lokalen med utrustning och personal innebär att Kebni har kapacitet att kalibrera hela Saabs beställning för NLAW och SensAltion i stor skala. Bolaget har kommunicerat att maxkapacitet är 5-6 000 IMU:er för 2024 och 10 000 IMU:er för 2025. Detta gäller vid en bra mix mellan NLAW-IMU och SensAltion och ska inte tolkas som att man kan producera 10 000 NLAW-IMU:er 2025. Hur en optimal produktmix ser ut har bolaget dock inte sagt. Skulle det komma en ny stor kund med behov av ett stort antal IMU-sensorer kan Kebni skala upp med en till kalibreringsmaskin och mer personal, vilket borde ta cirka ett år.

Eftersom det sitter avancerade halvledare i varje IMU är det viktigt att sourcing fungerar och här jobbar Kebni med flera olika leverantörer. Materialsäkring till hela kontraktet är i det närmaste färdig och förväntas klart väl innan serieproduktion påbörjas.

Synergier mellan affärsområdena

Det finns teknisynergier mellan bolagets verksamheter, särskilt genom återanvändning av programvara och algoritmer samt användningen av IMU-sensorer i VSAT-terminalsysteM. IMU:er är en viktig del av stabiliserande plattformssystem för att kunna förutse och känna av rörelser, inte minst för den maritima antennen som har fyra axlar som stabiliseras. För utvecklingen av Satmission On The Move har Kebni, tack vare sin IMU/INS-portfölj och stabiliseringskompetens, en stark position.

Det finns även synergier inom försäljning, marknadsföring, leverans, produktion samt forskning och utveckling inom Kebnis samtliga verksamheter.

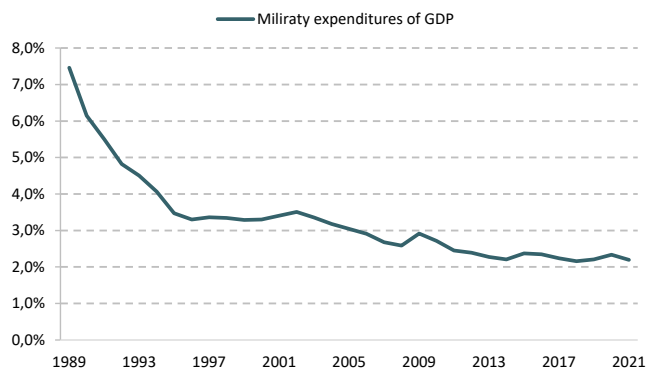
Några ord om försvarsmarknaden

Kraftigt ökade försvarsutgifter under kommande år som en följd av kriget i Ukraina och dess geopolitiska effekter

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.

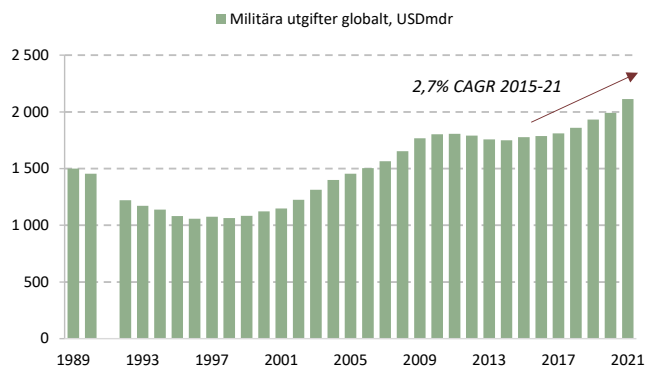
Senaste tidens ökade geopolitiska osäkerhet har triggat en omsvängning i många länders försvarspolitik och investeringar. Under kommande år förväntas försvarsanslagen att öka globalt. Detta triggas främst av Rysslands invasion av Ukraina, men grundar sig även allmänt på ökade geopolitiska spänningar samt tidigare underinvesteringar. Efter Rysslands invasion har en majoritet av NATOs medlemsländer uttalat att de ska accelerera sina investeringar i försvar. 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. För Finlands del ligger de redan runt 2% och har uttryckt ambition att öka andelen. Vi ser likartade ökning i de flesta länder i vårt närområde.

Diagram 17: Historik över de globala militära utgifterna som andel av BNP...



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

Diagram 18: ...och i absoluta tal



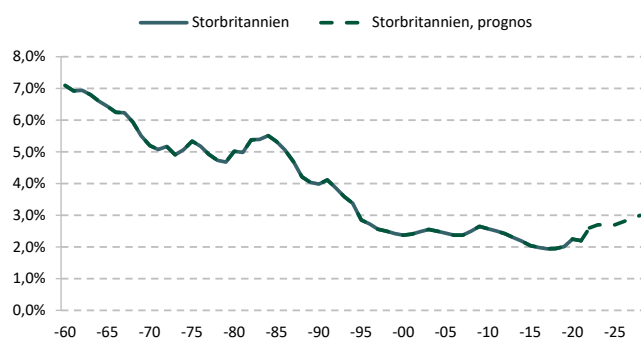
Källa: SIPRI, EPB

Kebni har produkter för en global marknad och ser hela världen som adresserbar marknad. Inom såväl Satcom Maritime, Satcom Land och Inertial Sensing har Kebni en stor andel kunder inom försvarsindustrin. Satellitkommunikation blir generellt en allt viktigare del av försvarsbudgetar.

Kebnis försäljning av NLAW IMU drivs i dagsläget främst av försvarsanslagen i Storbritannien, Sverige, Schweiz och Finland. Det är dessa länder som hittills har gjort de största beställningarna av NLAW. Många länder i Europa har sett sina lager av ammunition ta slut och behöver fylla på. Det är sannolikt att man kommer att fylla på med mer än vad man hade innan eftersom det är nödvändigt att ha motståndskraftiga samhällen med marginaler.

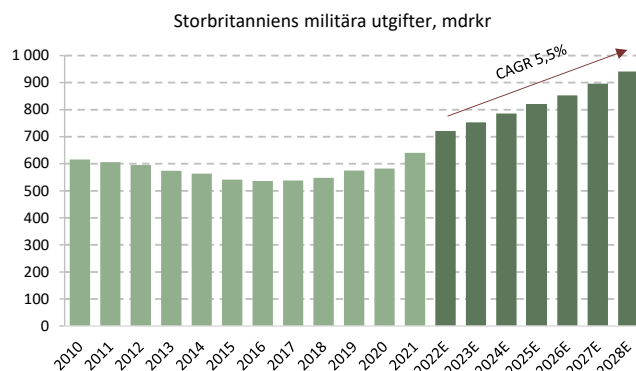
I mars 2023 annonserade Storbritanniens premiärminister att landet ska öka sin försvarsbudget med 5 mdr GBP de närmaste två åren, varav 1,9 mdr GBP bland annat ska gå till att fylla på ammunitionslagren som har skickats till Ukraina. Storbritannien är efter USA det medlemsland i NATO som investerar mest i sitt försvar i absoluta tal. Storbritanniens investeringar som andel av BNP har generellt varit någon procentenhet lägre än USAs, men utvecklingen har varit snarlik. Det är bara under 2010-talet som Storbritannien investerat mindre än 2% av BNP. Landet har uttalat ambitioner om att investera minst 3% av BNP, vilket skulle innebära över GDP 100mdr årligen, i sitt försvar till 2028.

Diagram 19: Storbritannien räknar med att öka investeringstakten till 3% av BNP till 2028...



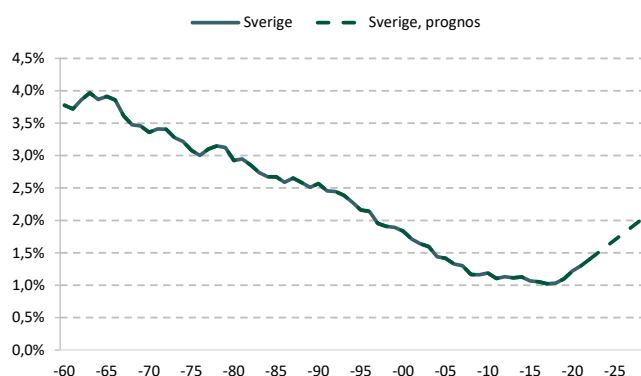
Källa: Världsbanken, EPB

Diagram 20: ...vilket gör att anslagen räknas växa med 5,5% per år



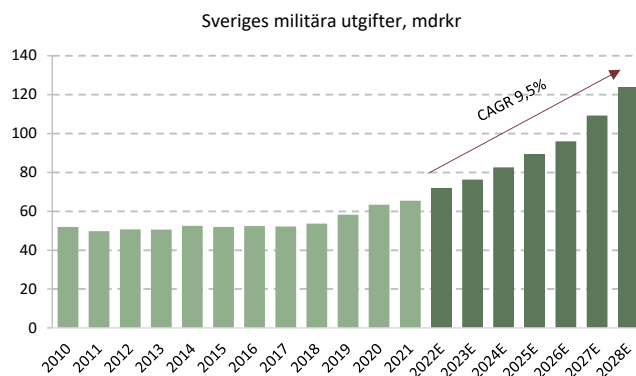
Källa: Världsbanken, IMF, EPB

Diagram 21: Andelen av Sveriges BNP som spenderas på försvaret kommer öka kommande år



Källa: FMV, Världsbanken, EPB

Diagram 22: Vilket leder till hög årlig tillväxt



Källa: IMF, Världsbanken, EPB

Ett svenskt NATO-medlemskap för Kebnis del

Ett svenskt NATO-medlemskap skulle kunna öppna stora möjligheter för Kebni, för såväl Satcom som Inertial Sensing. NATO har en konstellation av satellitsystem som idag består av WGS från USA, SYRACUSE från Frankrike, SICRAL från Italien och Skynet från Storbritannien. Här finns Kebni inte idag, men förutsättningar för samarbeten inom denna konstellation skulle naturligtvis kraftigt förbättras om Sverige är med i försvarsalliansen. Ett NATO-medlemskap skulle också förmodligen driva försäljning för Saab, vilket i sin tur kan leda till fler affärsmöjligheter, inte minst för NLAW IMU.

Prognoser

Kebni är i ett läge med ett flertal nya viktiga produkter i lanseringsfas, som kommer få stor påverkan på bolagets försäljning och lönsamhet de närmaste åren. Av den anledningen är det svårt att endast använda sig av historiken för att dra slutsatser om framtiden. Vi har valt att göra våra försäljningsprognoser för 2023-25 utifrån vad vi uppfattar att respektive produkt bör sälja för och sedan gjort en rimlighetsbedömning av hur försäljningen blir totalt för bolaget. När det gäller prognoser för kostnader och lönsamhet har vi tittat på andra relevanta bolag, bolagets historik och vilka segment man verkar inom för att göra en bedömning av hur lönsamheten bör bli.

Försäljningsprognoser – kraftig tillväxt tack vare de nya lanseringarna

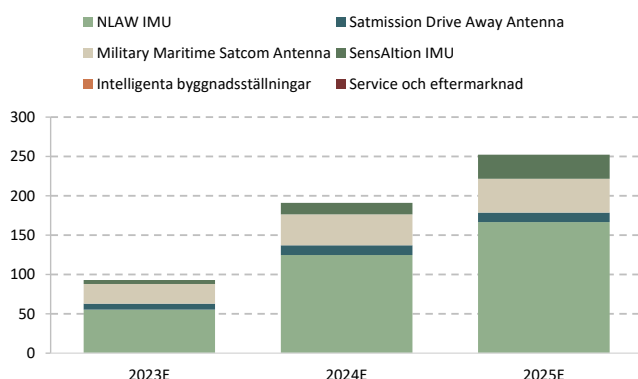
Tabell 2: Sammanfattande försäljningsprognoser per produkt (mkr)

Försäljning per produkt	2022	2023E	Tillväxt	2024E	Tillväxt	2025E	Tillväxt
Inertial Sensing							
NLAW IMU		55		125	126%	167	33%
SensAltion IMU		5		14	187%	30	110%
Intelligenta byggnadsställningar		0		0		0	
Satcom							
Military Maritime Satcom Antenna		25		39	58%	43	10%
Satmission Drive Away Antenna		8		12	59%	12	-3%
Service och eftermarknad		0		0		0	
Totalt	26	93	254%	191	105%	252	32%

Källa: EPB

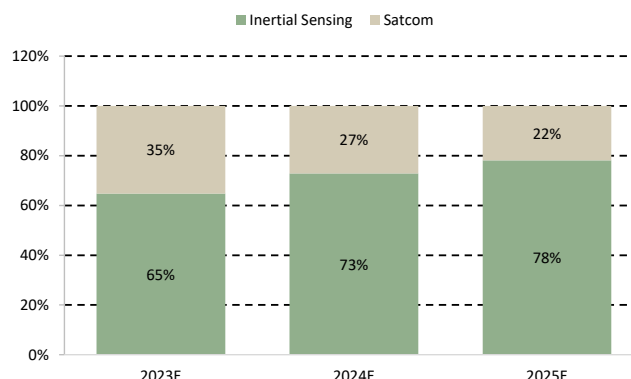
Våra sammanfattade prognoser är i linje med bolagets finansiella mål att omsätta 150-200 mkr 2024 och därefter växa med 20-25% per år. Värt att notera är att efter att Kebni annonserat sin strategiska plan för 2023-2027 har Saab fått tre stora ordrar på NLAW, vilka ännu inte förts vidare till beställningar av Kebnis IMU-sensorer och som kommer att få stor effekt på försäljningen. Därför känner vi oss bekväma med att våra prognoser ligger i det övre spannet av de finansiella målen. Vi vill även poängtera att vi ännu inte har med några prognoser för Kebnis systemförsäljning för intelligenta byggnadsställningar, vilket adresserar en mycket stor marknad. Vi har heller inga prognoser för service och eftermarknad, vilket kan ge intäkter utöver våra prognoser. I bolagets strategiska plan finns även målet att affärsområdet Inertial Sensing ska växa och bli större än Satcom under 2023, vilket också våra prognoser visar på. Vi bedömer att Satcom är svårare att prognosticera och väljer därför att vara mer konservativa inom det affärsområdet. Detta gör att fördelningen mellan affärsområdena domineras av Inertial Sensing 2024-2025, vilket kan förändras till en fördelning mer i linje med 2023 om vi framöver ser fler ordrar inom Satcom.

Diagram 23: NLAW IMU är ryggraden i försäljningsprognoserna...



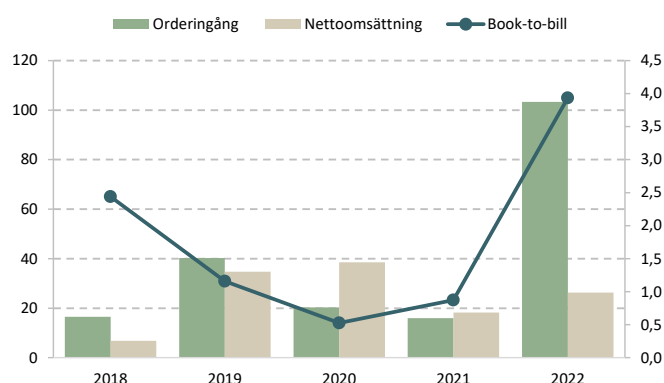
Källa: EPB

Diagram 24: ...vilket gör att Inertial Sensing utgör en större del av Kebnis omsättning



Källa: EPB

Diagram 25: En rekordhög orderstock inför 2023-24 stödjer våra försäljningsprognoser



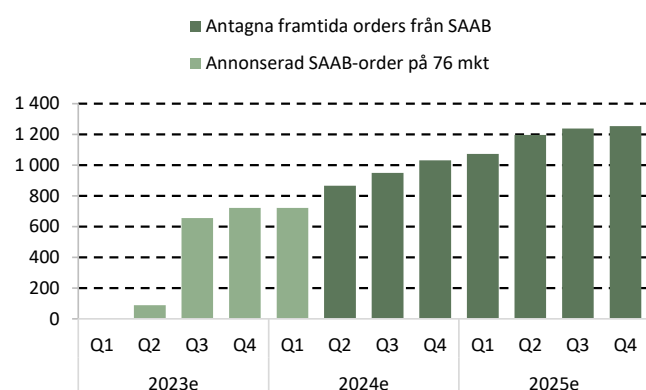
Källa: Bolaget, EPB

NLAW IMU utgör en väsentlig del av försäljningen de närmaste åren

Kebni går in i 2023 med en rekordhög orderstock som lägger en grund för både 2023 och 2024, där Inertial Sensing och den skräddarsydda IMU-sensorn för Saab NLAW dominerar och kommer att bli en betydande del av den totala omsättningen. Den första volymordern på 76 mkr som annonserades i oktober 2022 ska börja levereras i slutet av Q2 2023 och ska sedan levereras till och med Q1 2024. Vi räknar därför med en liten försäljning i Q2 och resten av ordern fördelas över de tre kvartalen efter. Utöver det har vi antagit att de ordrar som Saab har fått för NLAW, men som ännu inte förts över till Kebni i form av ordrar av IMU:er, kommer att bli till försäljning för Kebni från och med Q2 i 2024 för att sedan öka i takt per kvartal och levereras till och med 2026. Detta i enlighet med tidsplanen för leverans enligt annonserade ordrar för Saab.

Då det handlar om försvarshemligheter finns ingen officiell information om hur mycket en NLAW respektive hur mycket Kebnis IMU kostar. Ett typiskt pris på IMU-sensorn till ett pansarvärnssystem brukar enligt bolaget ligga mellan 20 000 och 60 000 kr. Gällande NLAW ligger priset någonstans mellan USD 30 000 och 40 000 (300 000 – 400 000 kr) enligt ett antal olika tidningsartiklar i ämnet. Utifrån ovanstående gör vi antagandet att Kebni kan sälja sin IMU för i snitt 35 000 kr per enhet. Antal sålda NLAW-IMU:er blir då i våra prognoser följande.

Diagram 26: Prognoser antal sålda NLAW-IMU:er

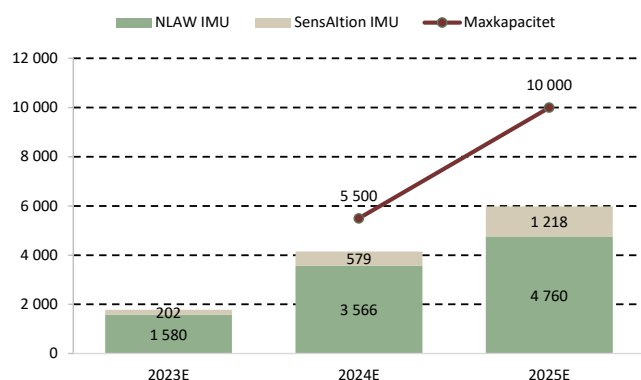


Källa: EPB

Konservativa prognoser för SensAltion

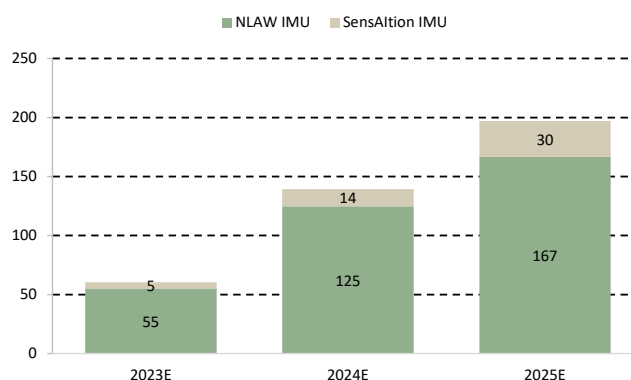
SensAltion lanseras officiellt andra kvartalet 2023, men har redan innan fått ett flertal ordrar, vilket visar på ett stort kundintresse. Med tanke på den stora mängden användningsområden bör det vara möjligt med stora volymordrar framöver. Vi väljer dock att vara konservativa innan vi ser att fler ordrar börjar annonseras. För prognosperioden 2023-25 antar vi att totalt 2 000 enheter kommer att säljas och fördelar ut dem i en ökande takt från Q2 2023 till och med Q4 2025. Kebni går inte ut med hur mycket en enhet kostar, men vi uppskattar att spannet borde ligga på 15 000-50 000 kr från den enklaste till den mest avancerade. Vi antar vidare att det kommer att säljas fler SensAltion av det enklare slaget och att snittpriset kommer att vara 25 000 kr. Ovanstående antaganden ger följande prognoser för antalet IMU-sensorer som kommer att säljas under prognosperioden 2023-25.

Diagram 27: Prognoser totalt antal sålda IMU-sensorer



Källa: EPB

Diagram 28: Försäljningsprognoser IMU-sensorer, mkr



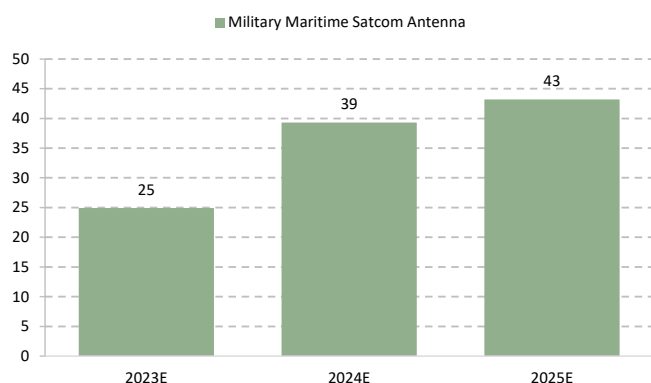
Källa: EPB

För 2024 blir det totalt 4 145 IMU:er, vilket är något färre än de 5 000–6 000 enheter som bolaget indikerat som maxkapacitet i produktionsanläggningen i Karlskoga. För 2025 har vi ca 6 000 IMU:er i våra prognoser, vilket är betydligt lägre än vad bolaget indikerat som maxkapaciteten på 10 000 enheter.

Satcom Maritime – utvecklingsfasen klar och redo för kommersialisering

De fem senaste åren har IAI totalt beställt för cirka 100 mkr och detta bara inom själva utvecklingskontraktet. När den nya plattformen nu är färdig och bevisad kommer IAI förmodligen att intensifiera sitt beställande och samtidigt öppnas möjligheter att sälja till andra systemintegratörer. Det är dock en stor osäkerhet kring när och hur stora beställningar kommer då det är en typ av order som brukar komma stötvis och för större belopp i taget. Om vi antar att beställningar kommer för 100 mkr under prognosperioden 2023-25 med en ökande takt skulle detta innebära en marknadsandel på mellan 2-3%. Redan under utvecklingskontraktet har Kebni haft ett par procents marknadsandel, så detta får anses vara konservativt. Utöver detta börjar förfrågningar på service av installerad bas att komma in, vilket kan komma att ge ytterligare intäkter som vi inte tagit med i prognoserna. De tre senaste annonserade beställningarna har vi lagt in som försäljning fördelat över kvartalen när de ska levereras enligt pressmeddelanden.

Diagram 29: Försäljningsprognoser Satcom Maritime, mkr

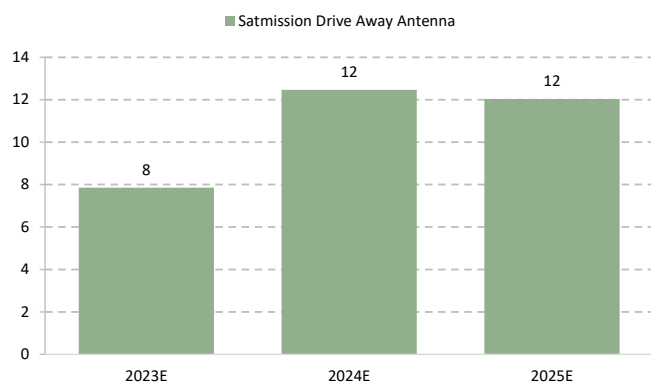


Källa: EPB

Satcom Land – försiktiga prognoser med potentiell uppsida från nya produkter och kundsegment

Det ramavtal som tecknades med en kund i Turkiet 2021 på ett värde av ca 90 mkr var tänkt att gälla över tre år. På grund av den ekonomiska situationen i Turkiet med svag valuta och skenande inflation, har budgetarna drabbats och beställningarna inte kommit i den takt som planerats. Behovet finns dock fortfarande och när det gått tre år kommer avtalet att förlängas. Osäkerheten kring detta gör att vi justerar med 50% rabatt på det som är kvar av ramavtalet, vilket ger ca 42 mkr som vi fördelar ut jämnt över kvartalen från och med Q3 2023 till och med Q4 2026. De två senaste annonserade beställningarna har vi lagt in som försäljning fördelat över kvartalen när de ska levereras enligt pressmeddelanden. Utöver detta finns potential att sälja mer till befintliga kunder, nya kundsegment och inte minst en stor potential för den nya produkten inom COTM. Vi väljer dock att avvakta med att prognosticera för detta innan vi sett att ordrar annonseras.

Diagram 30: Försäljningsprognoser Satcom Land, mkr



Källa: EPB

Prognoser kostnader och lönsamhet

Resonemang kring rimliga marginaler för Kebni

Inertial Sensing och IMU:er har generellt högre marginaler än vad som gäller inom Satcom. Kebni väljer segment inom IMU-marknaden där kunderna betalar mer för prestanda då det handlar om säkerhetskritiska användningsområden och där produkterna ska klara av tuffa miljöer och ha lång hållbarhet. Militära kunder ställer också högre krav, vilket innebär högre priser och lönsamhet. Just nu är också efterfrågan för militära produkter starkare än på länge vilket också kan bidra till högre marginaler. Ett annat exempel är självkörande fordon där säkerheten är svår att sätta ett värde på, men kraven på hög funktionalitet finns där, med högre potentiella marginaler som följd.

Om vi tittar på militära systemleverantörer som levererar VSAT-terminaler för militära fartygsmarknaden har de bruttomarginaler som ligger på drygt 20% och EBITDA-marginaler runt 13%. Bland globala IMU-tillverkare är bruttomarginalerna runt 40% och EBITDA-marginaler ca 25%. Vi tittar även på svenska bolag inom försvarsindustrin med MilDef och Saab. När det gäller Saab konstaterar vi också att affärsområdet Saab Dynamics, där NLAW ligger, har en högre EBITDA-marginal än gruppen på runt 18%, vilken också har ökat efter senaste tidens ökade efterfrågan. Vi uppfattar att Kebni är mycket konkurrenskraftiga när det gäller pris/prestanda, vilket bäddar för relativt höga marginaler.

Tabell 3: Relevanta bolag som referens

	Försäljningstillväxt		Bruttomarginal		EBITDA-marginal	
	5 yr avg	2022	5 yr avg	2022	5 yr avg	2022
Militära systemleverantörer som levererar VSAT-terminaler för militära fartygsmarknaden						
Airbus SE	1%	13%	15%	18%	10%	14%
Thales SA	4%	9%	25%	25%	14%	14%
L3Harris Technologies Inc	39%	-4%	30%	29%	19%	18%
Indra Sistemas, S.A. Class A	5%	14%	17%	6%	9%	10%
Intellian Technologies, Inc.	26%	74%	42%	74%	11%	12%
General Dynamics Corporation	5%	2%	17%	17%	13%	13%
Elbit Systems Ltd	9%	9%	26%	25%	9%	8%
Orbit Technologies Ltd	6%		32%		13%	
Genomsnitt	12%	16%	25%	28%	12%	13%
Tillverkare av VSAT-COTM-antennar för landbruk						
Gilat Satellite Networks Ltd.	-1%	12%	33%	36%	7%	9%
IMU-tillverkare						
Honeywell International Inc.	-2%	3%	38%	38%	23%	24%
Northrop Grumman Corp.	7%	3%	21%	20%	14%	14%
Panasonic Holdings Corporation	-2%		27%		9%	
Safran S.A.	7%	29%			17%	19%
STMicroelectronics NV	16%	42%	41%	48%	24%	35%
Texas Instruments Incorporated	7%	9%	65%	69%	51%	57%
Genomsnitt	6%	17%	38%	44%	23%	30%
Svenskt försvar						
MilDef Group AB	33%	57%	41%	48%	10%	8%
Saab AB Class B	6%	7%	21%	21%	10%	11%
Saab Dynamics					14%	18%
Genomsnitt	19%	32%	31%	34%	11%	13%

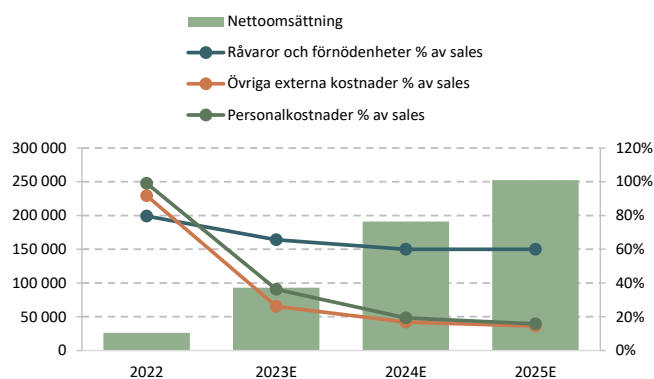
Källa: Factset, Saab, EPB

Baserat på detta har vi antagit att Kebni, med en ökande andel Inertial Sensing, kommer att ha en långsiktig bruttomarginal på 40% och EBIT-marginal på 15%, med potential att revidera upp detta beroende på vad som händer med efterfrågan från försvarsindustrin. Enligt den senaste strategiska planen från november 2022 är Kebnis ambition att uppnå en EBITDA-marginal på 5-10% redan det första året som bolaget blir kassaflödespositiva, vilket ska vara 2024. Marginalerna bör sedan öka med volymerna, vilket vi tolkar som att bolagets långsiktiga ambitioner när det gäller marginaler är betydligt högre än så.

Skalbarhet och resan mot lönsamhet

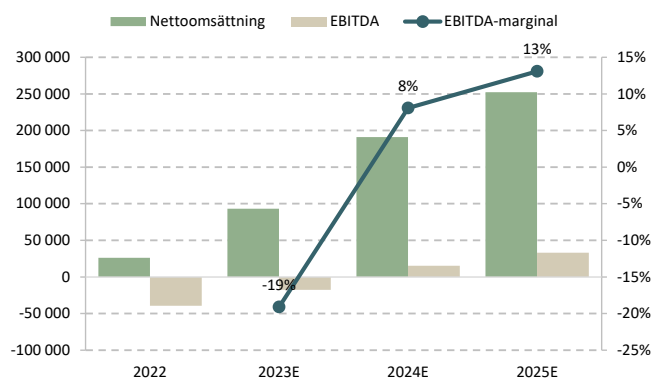
Kebni har en bra produktmix med lönsamma produkter och en skalbarhet som gör att när volymerna ökar kommer lönsamheten öka. Vi bedömer att bolaget på det stora hela har det man behöver för att klara av de volymer som de finansiella målen kräver. Kostnader för råvaror och förnödenheter (COGS) har för de tidigare produkterna legat på i snitt 74% och vi bedömer att de kommer att röra sig mot 60% när volymerna ökar det närmaste året, vilket gör att Kebni relativt snabbt kommer upp i bruttomarginaler om 40%. När det gäller personalkostnader tittar vi på vad snittkostnad per anställd legat på historiskt och räknat med att Kebni går från 21 till 28 anställda under prognosperioden. Vi uppfattar att affären är skalbar med nuvarande organisation, men detta ger utrymme för fler säljare och anställda som jobbar med utveckling och kalibrering. Övriga externa kostnader innefattar allt från lokalhyror till konsulter och är fasta kostnader som inte kommer att öka med volymerna. Vi lägger dock in en kostnadsökning varje kvartal för att ta höjd för oförutsedda kostnadsökningar.

Diagram 31: Den skalbara organisationen...



Källa: EPB

Diagram 32: ...leder snabbt till lönsamhet vid högre volymer

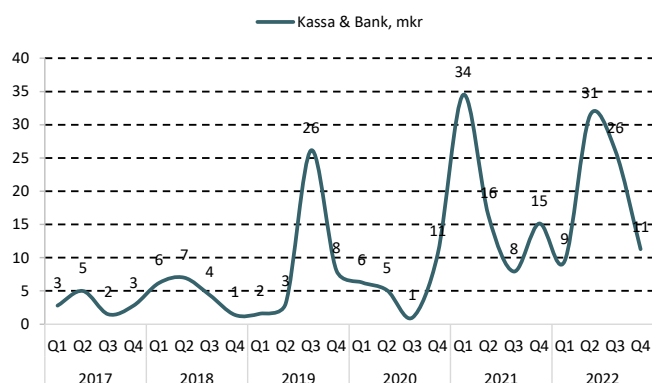


Källa: EPB

Balansräkning och kassa stärks tack vare ökade volymer

Sedan börsnoteringen 2014 har Kebni haft en historia av att gå med förlust och levt på kontinuerliga emissioner. Senaste emissionen genomfördes i maj 2022 och tillförde bolaget ca 53 mkr vilket användes till att amortera samtliga lån, finansiera den nya produktionsanläggningen, satsningar inom försäljning samt utveckling och partnerskap. Utöver detta tillfördes bolaget ca 24 mkr i januari 2023 via teckningsoptioner för att stärka rörelsekapitalet, vilket kunde läggas till den kassaposition på ca 11 mkr som bolaget redovisade för årsskiftet. Detta bedömer bolaget vara tillräckligt för att finansiera verksamheten fram till att försäljningen av NLAW-IMU kommer i gång och tar Kebni till att bli kassaflödespositiva 2024. Det krävs inga stora investeringar för att skala upp verksamheten. Tack vare bra ramavtal med underleverantörer där sourcingen är säkrad och korta ledtider, kommer produktionen av NLAW-IMU inte att kräva en stor lagerupbyggnad.

Diagram 33: Kassen tillsammans med tillskottet från teckningsoptioner räcker till Kebni är kassaflödespositiva



Källa: Bolaget, EPB

Tack vare den starka orderboken och accelererad försäljning av nya produkter leder våra prognoser för försäljning och lönsamhet till att Kebni når sitt mål om att bli kassaflödespositivt 2024. Då bolaget amorterade tidigare lån om 20 mkr förra året och har beviljad bankkredit, gör vi bedömningen att det finns utrymme att finansiera eventuella investeringsbehov med bankkredit fram till dess. Det som skulle föranleda ytterligare kapitalanskaffning skulle vara ifall förvärv skulle bli aktuellt, vilket vi inte har med i våra prognoser.

Värdering

För att komma fram till vårt motiverade värde har vi använt oss av en DCF-värdering med en WACC på 14%, en långsiktig tillväx på 3% och långsiktiga EBIT-marginaler på 15%, vilket ger ett värde på 1,81 kr. Denna baseras på våra prognoser som sträcker sig fram till 2025 och ett terminalvärde 2036. Eftersom Kebni går in i en ny fas där försäljning och lönsamhet ska ta stora kliv jämfört med historiken, finns det osäkerhet i prognoserna. Därför sätter vi ett högt avkastningskrav på 14%, vilket indikerar hög risk. I takt med att bolaget bevisar sig och försäljningen och lönsamheten utvecklas i den takt vi förutser kommer vi kunna sänka avkastningskravet, vilket får en effekt på motiverat värde. Detta syns i känslighetsanalysen nedan.

Tabell 4: DCF - antaganden och slutsatser

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	176 220	Risikfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	261 841	Riskpremium	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	15,0%
Företagsvärde (EV)	438 061	Småbolagspremium	6,0%	Avskrivningar, % av omsättning	2,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	-8 370	Extra risk-premie	0,0%	Capex, % av omsättning	2,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	Avkastningskrav, eget kapital	14,0%	Rörelsekapital, % av omsättning	4,9%
Eget kapital	446 431			Skattesats	21%
Antal utstående aktier, full utspädning	246 504				
Eget kapital per aktie	1,81				

Källa: EPB

Tabell 5: 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	10,0%	3,2	3,4	3,7	4,0	4,3	WACC	10,0%	2,5	3,1	3,7	4,3	4,9
	12,0%	2,3	2,4	2,5	2,7	2,8		12,0%	1,7	2,1	2,5	2,9	3,3
	14,0%	1,7	1,7	1,8	1,9	2,0		14,0%	1,3	1,5	1,8	2,1	2,4
	16,0%	1,3	1,3	1,4	1,4	1,5		16,0%	0,9	1,1	1,4	1,6	1,8
	18,0%	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1		18,0%	0,7	0,9	1,0	1,2	1,4

Källa: EPB

Med våra prognoser och värdering handlas Kebni till en EV/Sales på 1,7x och en EV/EBIT på 19x för 2025. Det finns inga noterade aktier som är direkta peers till Kebni. Däremot kan vi titta på värderingen av samma grupper av militära systemleverantörer, globala IMU-tillverkare och svenska försvarsbolag som vi jämförde med för att bilda oss en uppfattning om lönsamhetspotentialen. Även om dessa bolag är betydligt större och mer mogna kan vi ändå göra en rimlighetsbedömning av vår värdering av Kebni och konstatera att den inte sticker ut.

Tabell 6: Relevanta bolag som referens

	EBIT-marginal	P/E				EV/EBIT			EV/Sales		
	5 yr avg	2022	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Militära systemleverantörer som levererar VSAT-terminaler för militära fartygsmarknaden											
Airbus SE	5%	9%	22	18	14	15	12	10	1,5	1,3	1,2
Thales SA	8%	8%	18	16	15	14	12	11	1,6	1,5	1,4
L3Harris Technologies Inc	14%	13%	16	15	14	16	15	14	2,6	2,5	2,3
Indra Sistemas, S.A. Class A	6%	8%	11	10	9	8	7	7	0,6	0,6	0,6
Intellian Technologies, Inc.	5%	6%	31	21		28	18		2,8	2,1	
General Dynamics Corporation	11%	11%	18	16	15	17	15	14	1,8	1,7	1,7
Elbit Systems Ltd	6%	5%	27	23	21	21	19	17	1,5	1,4	1,4
Orbit Technologies Ltd	8%										
Genomsnit	8%	9%	20	17	15	17	14	12	1,8	1,6	1,4
Tillverkare av VSAT-COTM-antennar för landbruk											
Gilat Satellite Networks Ltd.	2%	4%									
IMU-tillverkare											
Honeywell International Inc.	20%	20%	21	19	18	17	16	15	3,9	3,7	3,5
Northrop Grumman Corp.	11%	10%	21	19	17	21	19	17	2,2	2,1	2,0
Panasonic Holdings Corporation	4%		11	10	9	10	9	8	0,4	0,4	0,4
Safran S.A.	9%	12%	27	21	18	19	15	13	2,6	2,3	2,1
STMicroelectronics NV	15%	27%	13	12	11	11	10	9	2,8	2,7	2,5
Texas Instruments Incorporated	45%	52%	24	22	21	21	19	19	9,4	8,7	8,3
Genomsnit	17%	24%	20	17	16	16	15	13	3,6	3,3	3,1
Svenskt försvar											
MilDef Group AB	6%	4%	35	28	21	24	19	15	2,5	2,3	2,0
Saab AB Class B	7%	8%	31	25	22	21	17	15	1,7	1,6	1,4
Genomsnit	9%	10%	33	27	21	22	18	15	2,1	1,9	1,7

Källa: Factset

Risker

Nedan är de främsta riskerna som vi har identifierat.

Makroekonomiska faktorer - Kebni är till stor del exponerad mot försvarsbudgetar och på så sätt även mot konjunktursvängningar.

Leverantörer och komponenter - Kebni är till viss del beroende av att komponenter och tjänster från tredje part levereras i tid och till rätt mängd och kvalitet. Leveransproblem kan komma att påverka bolagets omsättning och resultat negativt.

Politisk risk – I och med att Kebni verkar på en global marknad finns det politiska risker som gör att vissa marknader kan bli svåra att komma åt vid ett förändrat politiskt klimat. Tidigare hade till exempel Satmission viss försäljning i Ryssland. Även om Kebni har militära kunder är det viktigt att poängtera att bolaget inte levererar militära produkter och bör därför inte drabbas av politiska risker förknippade med detta.

Nyckelpersoner och medarbetare – I den omställning av bolaget som skett på senare tid har ett antal nyckelpersoner rekryterats, vilka besitter hög teknisk kompetens inom satellitkommunikation och Inertial Sensing. Skulle några av dessa lämna organisationen på kort tid finns det en risk för att genomförandet av nuvarande strategi kan bli lidande.

Ägarbild, styrelse och ledning

Ägarbild

Största ägare i Kebni sett till både kapital och röster är Anders Danielsson med 18,3% respektive 18,0%. Nästföljande är Jan Robert Pärsson med 15,8% respektive 15,6% och därefter Maida Vale Capital AB med 11,4% respektive 12,5%.

Styrelse

Anders Björkman – Styrelseordförande

Styrelsemedlem sedan 2021. Övriga nuvarande befattningar inkluderar styrelseordförande i Vinnergi AB, Maven Wireless AB, Proptivity AB och Elonroad AB samt styrelseledamot i Allgon AB, Ovzon AB och Easter Light AB. Tidigare erfarenhet från telecomindustrin som VD för bland annat Tele2 och Argnor Wireless Ventures. Oberoende i förhållande till bolaget, dess ledning och större aktieägare.

Jan Wäreby – Styrelseledamot

Styrelsemedlem sedan 2021. Övriga nuvarande befattningar inkluderar styrelseordförande i RISE AB samt styrelseledamot i Tobii AB, Imsys AB, Astor Technologies, Agapi AB och Defentry AB. Tidigare erfarenhet från flertalet seniora poster på Ericsson, bland annat som Senior Vice President and Head of the Multimedia Business Unit. Oberoende i förhållande till bolaget, dess ledning och större aktieägare.

Magnus Edman – Styrelseledamot

Styrelsemedlem sedan 2019. Nuvarande Managing Director för Prevas Development AB. Tidigare erfarenhet från den militära industrin i både Sverige och Tyskland från bland annat Saab Dynamics och Daimler Chrysler samt medgrundare till Aims AB och Prevas Development AB. Oberoende i förhållande till ledningen och större aktieägare.

Daniel Rudeklint – Styrelseledamot

Styrelsemedlem sedan 2022. Nuvarande VD och Ekonomichef samt styrelseledamot för Emotra AB. Tidigare erfarenhet från tjänster som revisor för Sida och EY Sweden. Oberoende i förhållande till bolaget och dess ledning.

Johan Hårdén – Styrelseledamot

Styrelsemedlem sedan 2022. Nuvarande styrelseordförande i Töre Service Center AB och styrelseledamot i Eptun AB. Tidigare erfarenhet från telecomindustrin som VD för Allgron och ekonomichef för Smartsign AB, Smarteq Wireless och Åkerströms Björbo AB. Oberoende i förhållande till bolaget, dess ledning och större aktieägare.

Ledning

Torbjörn Saxmo – VD

VD sedan 2021. Tidigare erfarenhet från flera seniora poster på Saab Dynamics AB, som bland annat Head of Marketing & Sales Business Unit Missile Systems samt poster som styrelseledamot i WAH NOBEL (PVT) LIMITED Pakistan, och Saab Bofors Dynamics Switzerland.

Andreas Larsson – CFO

Ekonomichef sedan 2022. Tidigare erfarenhet från poster som Ekonomichef för bland annat Solideq Group, Malte Månson Verkstäder och Springtime Group.

Kristian Wallin – CCO

Försäljningschef sedan 2021. Tidigare erfarenhet från flera seniora poster på Saab Dynamics AB som bland annat Head of Marketing and Sales Ground Based Air Defence and Long Range Precision Systems.

Erik Wiberg - VP Head of IS/IT Operations and Quality Management

VP Head of IS/IT Operations and Quality Management sedan 2022. Tidigare erfarenhet från flertalet olika poster på Datapath International AB samt på Rockwell Collins Sweden AB.

Lars Walander – VP Product Management Inertial Sensing

VP Product Management Inertial Sensing sedan 2021. Tidigare erfarenhet från olika poster på Kebni samt bland annat Saab Dynamics AB, Atlas Copco Rock Drills och Zeti Development.

Richard Kärras – VP Head of Operations, Supply and Production

VP Head of Operations, Supply and Production sedan 2022. Tidigare erfarenhet från olika poster på bland annat DataPath International AB, Rockwell Collins Sweden AB, SWE-DISH Satellite Systems och Allgon Systems AB.

Fredrik Jonsson – VP Head of R&D and Product Management Satcom

VP Head of R&D and Product Management Satcom sedan 2022. Tidigare erfarenhet från olika poster på bland annat DataPath International AB, Rockwell Collins Sweden, Sony Ericsson och Saab Ericsson Space.

Resultaträkning									
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	5	7	35	39	18	26	93	191	252
Övriga rörelseintäkter	6	7	2	7	9	7	8	8	8
Totala intäkter	10	14	36	46	28	34	101	199	260
Kostnad sålda varor	-2	-3	-23	-25	-12	-23	-61	-115	-151
Bruttoresultat	8	11	14	21	16	11	40	84	109
Övriga rörelsekostnader	-16	-22	-19	-46	-45	-50	-58	-69	-76
EBITDA	-8	-11	-5	-26	-29	-39	-18	15	33
EBITDA, justerad	-8	-11	-5	-26	-29	-39	-18	15	33
EBITA, justerad	-8	-11	-5	-26	-29	-39	-18	15	33
EBIT	-9	-12	-12	-35	-38	-64	-26	5	23
EBIT, justerad	-9	-12	-12	-35	-38	-64	-26	5	23
Finansnetto	-3	-1	-3	-2	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	-12	-14	-16	-37	-38	-64	-26	5	23
Resultat före skatt, justerad	-12	-14	-16	-37	-38	-64	-26	5	23
Total skatt	0	0	0	0	0	0	0	-1	-5
Nettoresultat	-12	-14	-16	-38	-38	-64	-26	4	18
Nettoresultat, justerad	-12	-14	-16	-38	-38	-64	-26	4	18
Intäktstillväxt	-	33%	>100%	26%	-40%	22%	>100%	96%	31%
Bruttomarginal	>100%	>100%	39,6%	53,5%	85,7%	41,2%	43,3%	44,1%	43,2%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	2,6%	9,0%
EPS, justerad	-0,03	-0,02	-0,56	-0,59	-0,39	-0,30	-0,11	0,02	0,07
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%

Källa: Kebni, EPB

Kassaflödesanalys									
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	-9	-12	-12	-35	-38	-64	-26	5	23
Övriga kassaflödesposter	-4	-2	1	7	6	22	9	9	6
Förändringar i rörelsekapital	-1	4	-14	-9	3	11	-13	0	-3
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-15	-10	-25	-37	-29	-30	-31	15	26
Investeringar i anläggningstillgångar	0	-1	0	-1	-2	0	-3	-6	-8
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-5	-6	-5	-12	-11	-7	-9	-8	-10
Övrigt Kassaflöde från investeringar	0	0	0	-1	1	0	0	0	0
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-5	-7	-5	-13	-12	-7	-12	-14	-18
Fritt kassaflöde	-20	-17	-30	-50	-41	-38	-43	1	8
Nyemission / återköp	18	15	46	54	35	46	24	0	0
Förändring av skulder	0	-2	-13	-1	12	-12	8	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	18	14	34	53	47	34	32	0	0
Kassaflöde	-2	-3	4	2	5	-4	-11	1	8
Nettoskuld	-3	11	-8	-11	-15	-11	-1	-1	-9

Källa: Kebni, EPB

Balansräkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR									
Goodwill	0	0	0	5	4	3	2	1	1
Övriga immateriella tillgångar	23	28	26	28	30	25	27	27	30
Materiella anläggningstillgångar	0	1	1	1	3	2	4	9	14
Övriga anläggningstillgångar	1	0	6	11	12	2	2	2	1
Summa anläggningstillgångar	24	29	32	46	49	31	36	39	47
Varulager	2	5	9	10	10	6	15	18	23
Kundfordringar	1	4	8	5	8	8	30	54	71
Övriga omsättningstillgångar	2	1	3	14	10	6	7	12	13
Likvida medel och kortfristiga placeringar	3	1	8	11	15	11	1	1	9
Summa omsättningstillgångar	8	12	29	39	44	32	52	85	116
SUMMA TILLGÅNGAR	31	41	61	85	92	63	88	125	163
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	5	15	51	65	62	44	42	46	64
Summa eget kapital	5	15	51	65	62	44	42	46	64
Övriga långfristiga skulder	1	0	0	9	6	5	5	5	5
Summa långfristiga skulder	1	0	0	9	6	5	5	5	5
Kortfristiga räntebärande skulder	0	13	0	0	0	0	0	0	0
Leverantörsskulder	1	3	7	3	7	6	26	54	71
Övriga kortfristiga skulder	24	11	3	7	17	9	16	20	24
Summa kortfristiga skulder	26	27	10	10	24	15	42	74	94
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	31	41	61	85	92	63	88	125	163

Källa: Kebni, EPB

Tillväxt och marginaler

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	33%	>100%	26%	-40%	22%	>100%	96%	31%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%
Bruttomarginal	>100%	>100%	39,6%	53,5%	85,7%	41,2%	43,3%	44,1%	43,2%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	8,1%	13,1%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	8,1%	13,1%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	2,6%	9,0%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	2,6%	9,0%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	2,0%	7,1%

Källa: Kebni, EPB

Avkastning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	9%	33%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	13%	43%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	12%	46%

Källa: Kebni, EPB

Kapitaleffektivitet

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	21%	37%	25%	22%	38%	18%	15%	9%	9%
Kundfordringar / totala intäkter	11%	29%	22%	10%	28%	24%	30%	27%	27%
Leverantörsskulder / KSV	57%	99%	32%	13%	62%	25%	43%	47%	47%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	>100%	>100%	24%	15%	42%	21%	35%	40%	42%
Rörelsekapital / totala intäkter	-199%	-24%	29%	39%	16%	16%	10%	5%	5%
Kapitalomsättningshastighet	2,1x	0,5x	0,7x	0,7x	0,4x	0,8x	2,4x	4,3x	4,1x

Källa: Kebni, EPB

Finansiell ställning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	-3	11	-8	-11	-15	-11	-1	-1	-9
Soliditet	16%	36%	83%	77%	67%	69%	47%	37%	39%
Nettoskuldsättningsgrad	-0,6x	0,8x	-0,2x	-0,2x	-0,2x	-0,3x	0,0x	0,0x	-0,1x
Nettoskuld / EBITDA	0,3x	-1,0x	1,6x	0,4x	0,5x	0,3x	0,0x	-0,1x	-0,3x

Källa: Kebni, EPB

Aktiedata

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	-0,03	-0,02	-0,56	-0,59	-0,39	-0,30	-0,11	0,02	0,07
EPS, justerad	-0,03	-0,02	-0,56	-0,59	-0,39	-0,30	-0,11	0,02	0,07
FCF per aktie	-0,05	-0,02	-1,09	-0,80	-0,43	-0,17	-0,17	0,00	0,03
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	0,01	0,02	1,84	1,03	0,64	0,20	0,17	0,19	0,26
Antal aktier vid årets slut, m	371	730	27,5	63,4	96,7	216	247	247	247
Antal aktier efter utspädning, snitt	371	730	27,5	63,4	96,7	216	247	247	247

Källa: Kebni, EPB

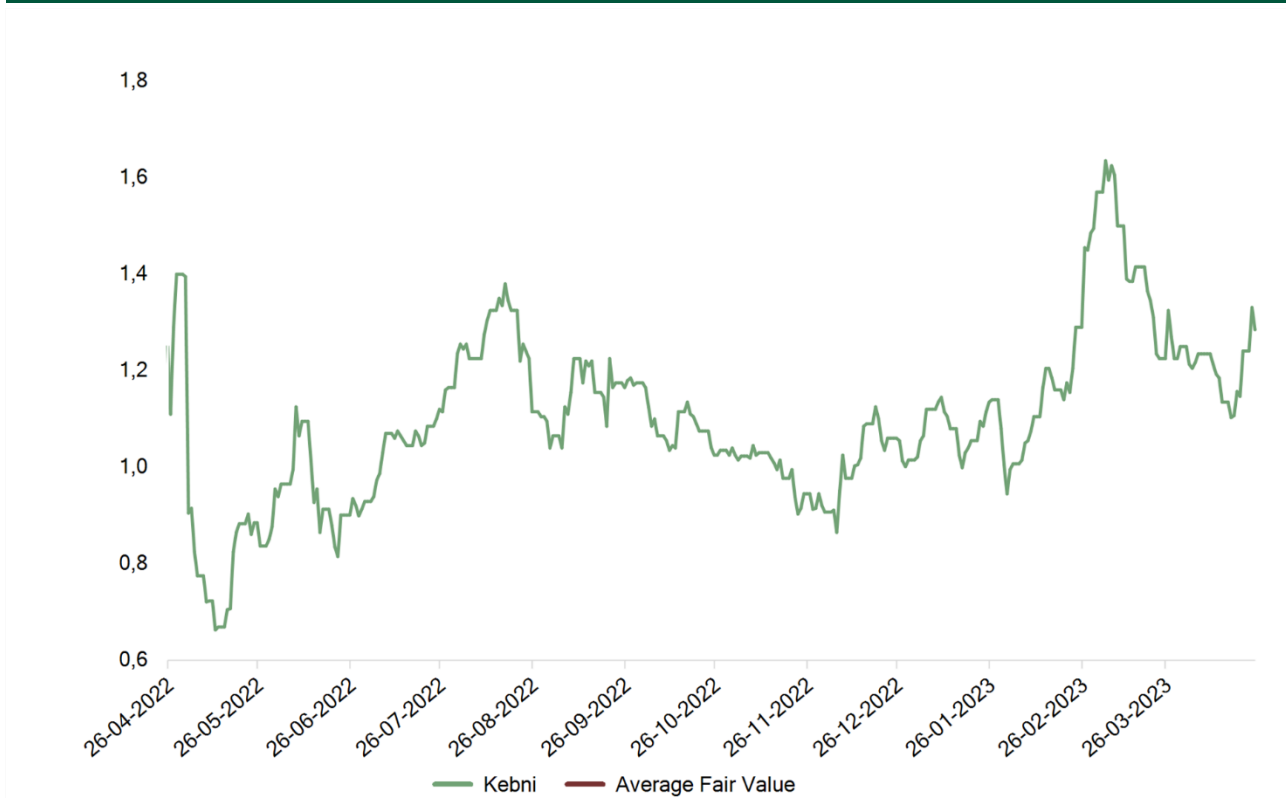
Värdering

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	80,8x	17,3x
P/EK	Neg.	Neg.	Neg.	1,3x	1,2x	4,9x	7,4x	6,8x	4,9x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	522,0x	39,3x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	0%	3%
Direktavkastning	Neg.	Neg.	Neg.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	Neg.	Neg.	Neg.	1,6x	2,1x	6,0x	3,0x	1,5x	1,2x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	19,6x	9,2x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	60,3x	13,4x
EV	Neg.	Neg.	Neg.	73	59	202	302	302	302
Aktiekurs	-	-	-	1,3	0,8	1,0	1,3	1,3	1,3

Källa: Kebni, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Kebni (KEBNIB 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