



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Försvarsindustri | Sverige | 07 maj 2023

MilDef Group

Dubblerad orderingång och omsättning

Både omsättning och orderingång ökar kraftigt

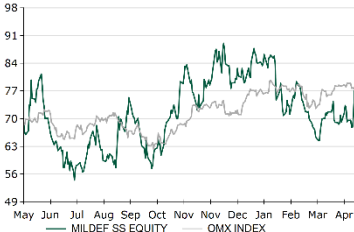
Omsättningen ökade med 100% under Q1 jämfört med föregående år, varav 78% var organisk tillväxt och 22% förvärvad tillväxt, vilket var betydligt högre än vad vi förväntade oss. Under Q4 2022 försköt MilDef cirka 100 mkr av ordervärdet till H1'23 på grund av komponentbrist. Komponentbristen lättade vid slutet av Q1'23 och MilDef lyckades leverera ungefär hälften av det förflyttade ordervärdet under Q1, vilket var ca 20 mkr mer än vi räknat med. Orderingången ökade med 230% och orderboken uppgick till nästan 1,3 miljarder kronor, vilket är en ökning med 72% jämfört med förra året. Både orderingången och orderbokens storlek indikerar att efterfrågan på MilDefs produkter fortsätter att vara hög.

Höjer tillväxttakten långsiktigt och sänker bruttomarginalen i närtid

Till följd av den höga orderingången och den 24% högre omsättningen än våra förväntningar höjer vi våra prognoser för omsättningen med 3% för innevarande år och knappt 4% för 2024 och 2025. Bruttomarginalen var lägre än förväntat, främst på grund av högre inköpspriser och en mindre fördelaktig produktmix. Vi sänker prognosen för bruttomarginalen för 2023, men förväntar oss att den minskade efterfrågan på komponenter från andra branscher kommer att gynna MilDefs inköpspriser kommande år, varpå vi behåller bruttomarginalen för 2024 och 2025 intakt.

Höjer vårt motiverade värde till 96-100 kr per aktie

Våra höjda tillväxtprognoser påverkar vinsten positivt på sikt, medan den lägre bruttomarginalen för innevarande år endast påverkar vinsten i närtid. Omsättningsökningen har en mer positiv påverkan på det långsiktiga värdet än sänkningen av bruttomarginalen för innevarande år. Därför höjer vi vårt motiverade värde per aktie till 96-100 kr från tidigare 94-96 kr.

Estimatändring				Prognos (mkr)					Värde och risk													
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	96 - 100 kr												
Totala intäkter	3,0%	3,7%	3,7%	Totala intäkter	739	1 202	1 334	1 563	Aktiekurs	77,1 kr												
EBITDA, just.	-5,5%	-0,5%	0,8%	Tillväxt	57%	63%	11%	17%	Riskenivå	Medium												
EPS, just.	-6,4%	-1,1%	0,9%	EBITDA, just.	60	159	194	240	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 													
Kommande händelser				EBIT, just.	29	113	149	195														
Q1 - rapport	05 maj 2023			EPS, just.	0,4	1,9	2,5	3,4														
Q2 - rapport	27 juli 2023			EPS-tillväxt, just.	3%	>100%	34%	37%														
Bolagsfakta (mkr)				EK/aktie	20,9	21,2	23,0	25,4														
				Utdelning per aktie	0,8	0,0	0,8	1,0														
				EBIT-marginal	4,0%	9,4%	11,2%	12,5%														
				ROE, just.	2,1%	9,2%	11,4%	14,2%														
				ROCE, just.	3,3%	9,9%	12,4%	15,4%														
Antal aktier	40m			EV/Sales	4,7x	2,8x	2,5x	2,1x	<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		✓																				
Börsvärde	3 073			EV/EBITDA	57,9x	20,9x	17,2x	13,9x														
Nettoskuld	255			EV/EBIT	119,0x	29,5x	22,4x	17,1x														
EV	3 328			P/E, just.	214,0x	41,1x	30,7x	22,4x														
Free float	58%			P/EK	3,9x	3,6x	3,4x	3,0x														
Daglig handelsvolym, snitt	61k			Direktavkastning	0,9%	0,0%	1,0%	1,3%														
Bloomberg Ticker	MILDEF SS EQUITY			FCF yield	-	-	1%	5%														
Analytiker				Nettoskuld/EBITDA	4,2x	1,9x	1,5x	0,8x														
Hugo Lisjo																						
hugo.lisjo@penser.se																						

Investment case

Militärens moderniserings- och digitaliseringsresa driver tillväxten för MilDef:

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

Försvarsindustrin ser kraftig tillväxt efter många år av underinvesteringar:

Försvarsanslag styrs inte av den allmänna konjunkturutvecklingen, utan beror på graden av geopolitisk osäkerhet. Efter kalla krigets slut har investeringarna i militärt försvar successivt minskat och många länders försvar är nu underinvesterade. Rysslands invasion av Ukraina ledde till kraftigt ökad geopolitisk risk och en kraftig ökning av försvarsbudgetarna både i Sverige och i de flesta NATO-länder. MilDef har starka relationer med till exempel FMV i Sverige och med höga inträdesbarriärer borde de gynnas av den höga investeringsnivån.

Ett välskött tillväxtbolag med goda kassaflöden:

MilDef har som mål att växa 25% per år inklusive förvärv. Bolaget har en tydlig förvärvsagenda och har en stark balansräkning med utrymme för flera förvärv, trots ett antal lånefinansierade förvärv de senaste åren. MilDef har historiskt genererat goda kassaflöden och vi räknar med att dessa kommer att bestå.

Bolagsbeskrivning

MilDef producerar och levererar så kallad taktisk IT bestående av hårdvara, mjukvara och tjänster till framför allt säkerhets- och försvarskunder, men även till kunder inom kritisk infrastruktur. De har dotterbolag i Sverige, Finland, Norge, Storbritannien och USA med direkt försäljning och försäljning via partner nätverk till över 80 länder. Huvudkontoret ligger i Helsingborg i Sverige. De hade 285 anställda i september 2022 och ca tre fjärdedelar av försäljningen skedde i Norden 2021.

Sedan starten 1997 har bolaget utvecklats från att vara en distributör av ruggade bärbara datorer och surfplattor till ett produktbolag med fokus på egenutvecklade produkter och relaterade tjänster. Vi bedömer att andelen egenutvecklade produkter nu är nära 60%, medan andelen myndighetskunder är strax över 50%. De nio största kunderna står för ca 70% av omsättningen.

Värdering

Då orderboken är så pass lång som den är och marknaden är relativt stabil över tid samt är konjunkturkänslig då den beror på politiska beslut, värderar vi MilDef med en kassaflödesanalys. Med en WACC på 8%, långsiktig EBIT-marginal på 15% och långsiktig tillväxt på 3% får vi ett värde på 99 kr. Våra estimat inkluderar inte förvärv, men skulle vi lägga till M&A som enbart görs med egen kassa ser vi potential om ytterligare ungefär 27 kr.

Motiverat värde

96-100 kr.

Kvartalet och den fortsatta utvecklingen i korthet

Fokus under inledningen av 2023 har främst varit tre saker, orderingången, reducerad komponentbrist och rörelsekapitalets utveckling. Orderingången var stark och ökade med 230% y/y till 343 Mkr, vilket var den näst högsta i MilDefs historia. Bolagets långsiktigt positiva trend i "book to bill"-förhållandet är bibehållen, vilket är en av anledningarna till att vi höjer våra tillväxtprognoser för kommande år. Det har exempelvis kommit både direkta order och positiva nyheter för MilDefs fortsatta expansion. Eftersom varje orders värde är relativt stort kan orderingången variera mellan kvartal beroende på när en order kommer in.

Orderingången och fortsatta tillväxt drivare

Vad gäller ordrar har MilDef, som orderingången visar, vunnit ett antal stora och viktiga ordrar under Q1'23. En av de ordrar som vi anser är viktigast är prototypordern från januari, vilken är den första ordern inom ett 20-årigt ramavtal med ett icke namngivet europeiskt Nato-land, värd 2,8 miljarder. En prototyporder är den första ordern för att tillsammans med kunden utveckla produkter enligt kundens specifika önskemål. Den normala följden är att en prototyporder följs upp av volymorder där MilDef producerar och levererar långa serier av den utvecklade produkten. Det är i de senare volymordrarna som intäkterna ökar.

MilDef har levererat till Danmark i ungefär 10 år och har ett ramavtal med DALO, den danska motsvarigheten till FMV. För att ytterligare stärka sin position i Danmark har MilDef startat ett dotterbolag i landet. Positiva nyheter för satsningen kom den 4:e maj när det meddelades att Danmark planerar att öka sin militärbudget med ytterligare DKK 38 miljarder de kommande 10 åren. Pengarna är öronmärkta för att modernisera och digitalisera landets försvar, vilket inte har gjorts på årtionden.

Komponentbristens utveckling

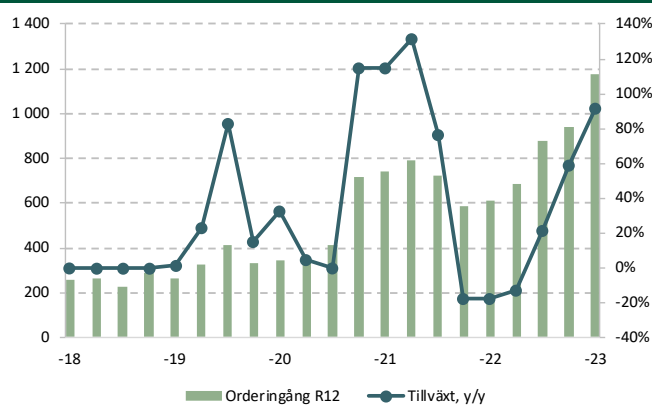
Komponentbristen som rådde under Q4'22 har nu lättat och priserna har sjunkit. MilDef märker att temperaturen i den allmänna konjunkturen har svalnat av, vilket gör det både lättare och billigare att få tag på komponenterna. Tack vare lägre inköpspriser räknar vi med att MilDef under 2024 når sin bruttomarginal kring 50%, men vi räknar med att de högre priserna från 2022 fortsätter påverka bruttomarginalen för 2023.

Leveransen under det första kvartalet visar också att MilDefs kunder inte har dragit tillbaka sina ordrar trots förseningar. Vi ser det som bevis på branschens stabilitet och på att när man väl har blivit en pålitlig leverantör fortsätter man att vinna kontrakt med samma kund. Detta ser vi också i samarbetet med RBSL där MilDef återigen har blivit en betrodd leverantör till ett av deras projekt.

Rörelsekapitalet kom ned under Q1

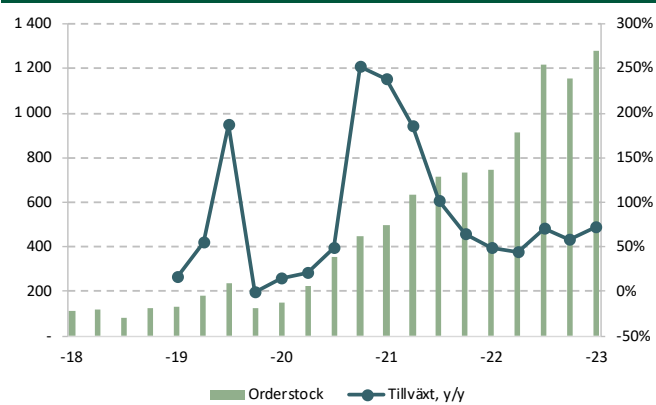
Eftersom MilDefs intäkter är säsongsbetonade kring det fjärde kvartalet steg rörelsekapitalet som vanligt under Q4. Under 2022 steg det lite mer än normalt på grund av att bristen på komponenter medförde uppskjutna leveranser, samt för att förvärvet av Handheld bidrar med lite annan lagerdynamik är MilDefs originalaffär. Rörelsekapitalet kom ned under Q1, speciellt i relation till omsättningen, och vi räknar med att det kommer att fortsätta under Q2. I och med förvärvet av Handheld kommer lagervärdet att vara högre än vad det historiskt har varit.

Orderingången R12 fortsätter att peka uppåt, SEKm



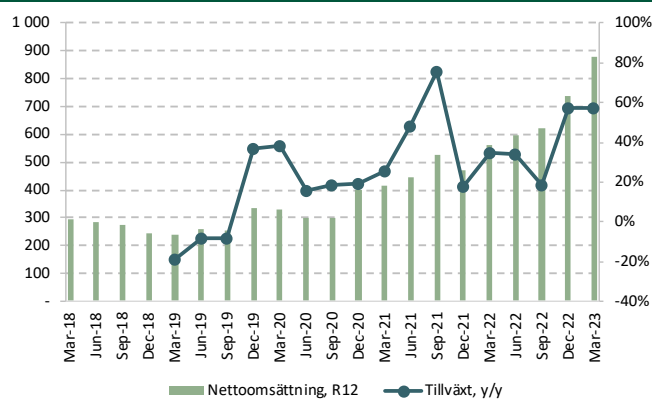
Källa: EPB, MilDef

Orderstocken är på ny rekordnivå, SEKm



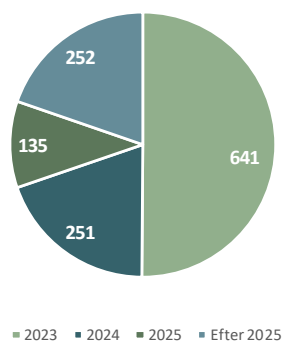
Källa: EPB, MilDef

Nettoomsättningen fortsätter att öka snabbt, SEKm



Källa: EPB, MilDef

Orderbokens fördelning per år, SEKm



Källa: EPB, MilDef

Prognosförändringar

Omsättningen för det första kvartalet var 24% högre än vi hade räknat med, och den justerade EBITDA-marginalen uppgick till 12,0%, vilket var 2,5 procentenheter högre än vi hade förväntat oss. En del av den betydligt högre omsättningen och marginalen berodde på att MilDef levererade ungefär hälften av de ordrar som hade skjutits upp från Q4'22 till H1'23, vilket var högre än vår prognos på 30%. Men även den underliggande organiska tillväxten var högre än vad vi hade förväntat oss, vilket tillsammans med den starka orderboken gör att vi höjer våra tillväxtprognoser för prognosperioden med 3,0-3,7% per år.

Den höga EBITDA-marginalen var naturligtvis också positiv, främst eftersom den visar på MilDefs skalfördelar när omsättningen ökar. Det gör oss trygga med ökningen av EBITDA-marginalen som vi förväntar oss de kommande åren. Vi sänker våra prognoser för EBITDA-marginalen under innevarande år, främst på grund av lägre bruttomarginal men också på grund av en viss ökning av OPEX-kostnader, bland annat till följd av satsningen i Danmark. Vi anser att detta är en strategiskt korrekt satsning, särskilt med tanke på Danmarks utökade försvarsbudget, men vi ser också att det ökar kostnaderna något. Våra förändringar leder till ökade vinster i absoluta tal från och med 2025.

Vi räknar med höjd tillväxt, lägre bruttomarginal under 2023 och en marginellt högre OPEX kommande år

SEKm	Nya prognoser			Gamla prognoser			Förändring (%)		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	1 202	1 334	1 563	1 166	1 287	1 508	3,0%	3,7%	3,7%
Kostnad sålda varor	-640	-669	-782	-604	-644	-755	5,9%	3,8%	3,6%
Bruttoresultat	562	665	781	562	642	752	0,0%	3,6%	3,8%
Bruttomarginal	46,7%	49,9%	49,9%	48,2%	49,9%	49,9%	-1,4 pp	0 pp	0 pp
Försäljningskostnader	-281	-323	-374	-273	-308	-357	3,1%	4,7%	4,7%
Administrationskostnader	-95	-113	-121	-98	-107	-115	-2,9%	5,6%	5,0%
Forsknings- och utvecklingskostnader	-74	-83	-92	-69	-79	-89	6,4%	4,4%	4,3%
EBITDA, justerad	159	194	240	168	195	238	-5,5%	-0,5%	0,8%
Just. EBITDA-marginal	13,2%	14,5%	15,4%	14,4%	15,2%	15,8%	-1,2 pp	-0,6 pp	-0,4 pp
EBIT, justerad	113	149	195	123	150	193	-8,4%	-0,7%	1,0%
Just. EBIT-marginal	9,4%	11,2%	12,5%	10,6%	11,6%	12,8%	-1,2 pp	-0,5 pp	-0,3 pp
Periodens nettoresultat, justerad	76	101	139	81	102	137	-6,4%	-1,2%	0,9%

Källa: EPB

Värdering

Då orderboken är så pass lång som den är och marknaden är relativt stabil över tid samt är kontracyklisk då den beror på politiska beslut, värderar vi MilDef med en kassaflödesanalys. Med en WACC på 8%, långsiktig EBIT-marginal på 15% och långsiktig tillväxt på 3% får vi ett värde på 99 kr. Våra estimat inkluderar inte förvärv, men skulle vi lägga till M&A som enbart görs med egen kassa ser vi ytterligare potential om ungefär 27 kr.

DCF – antaganden och slutsatser

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	1 050	Riskfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	3 214	Riskpremium	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	15,0%
Företagsvärde (EV)	4 263	Småbolagspremie	0,0%	Avskrivningar, % av omsättning	3,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	255	Extra risk-premie	0,0%	Capex, % av omsättning	3,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	WACC	8,0%	Rörelsekapital, % av omsättning	29,6%
Eget kapital	4 009			Skattesats	22%
Antal utstående aktier, full utspädning	40				
Eget kapital per aktie	99				

Källa: EPB

DCF - känslighetsanalys

Känslighetsanalys

		Långsiktig tillväxt							Långsiktig EBIT-marginal				
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%			10,0%	12,5%	15,0%	17,5%	20,0%
WACC	7,0%	108	119	132	148	171	WACC	7,0%	87	109	132	154	177
	7,5%	95	104	114	126	142		7,5%	75	94	114	133	152
	8,0%	85	92	99	109	121		8,0%	66	83	99	116	133
	8,5%	76	82	88	95	105		8,5%	58	73	88	103	118
	9,0%	69	73	78	84	92		9,0%	52	65	78	91	105

Källa: EPB

Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Nettoomsättning	244	334	399	470	739	1 202	1 334	1 563	1 794
Totala intäkter	244	334	399	470	739	1 202	1 334	1 563	1 794
Kostnad sålda varor	-152	-209	-216	-260	-387	-640	-669	-782	-896
Bruttoresultat	92	125	182	210	352	562	665	781	899
Försäljningskostnader	-38	-54	-56	-114	-206	-281	-323	-374	-407
Administrationskostnader	-19	-20	-36	-59	-67	-95	-113	-121	-144
R&D-kostnader	-18	-26	-33	-40	-49	-74	-83	-92	-110
Övriga rörelsekostnader	7	11	16	36	30	47	47	47	47
EBITDA	24	36	69	21	60	159	194	240	285
Jämförelsestörande poster	0	0	-4	-12	0	0	0	0	0
EBITDA, justerad	24	36	73	32	60	159	194	240	285
Avskrivningar	-1	-5	-6	-13	-15	-21	-20	-20	-20
EBITA, justerad	24	31	67	20	45	139	174	220	265
Amortering	-6	-6	-6	-11	-16	-26	-25	-25	-25
EBIT	18	25	57	-3	29	113	149	195	240
EBIT, justerad	18	25	61	9	29	113	149	195	240
Finansnetto	1	0	-2	-2	-10	-20	-21	-20	-19
Resultat före skatt	19	25	55	-5	19	93	128	175	221
Resultat före skatt, justerad	19	25	60	6	19	93	128	175	221
Total skatt	-7	-6	-13	5	-5	-18	-27	-37	-46
Nettoresultat	12	19	43	-1	14	76	101	139	175
Nettoresultat, justerad	12	19	47	11	14	76	101	139	175
Intäkstillväxt	-	37%	19%	18%	57%	63%	11%	17%	15%
Bruttomarginal	37,6%	37,4%	45,7%	44,7%	47,7%	46,7%	49,9%	49,9%	50,1%
EBIT-marginal, justerad	7,3%	7,5%	15,4%	1,8%	4,0%	9,4%	11,2%	12,5%	13,4%
EPS, justerad	0,53	0,82	2,01	0,37	0,38	1,88	2,51	3,44	4,34
EPS-tillväxt, justerad	-	55%	>100%	-82%	3%	>100%	34%	37%	26%

Källa: MilDef Group, EPB

Kassaflödesanalys

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
EBIT	18	25	57	-3	29	113	149	195	240
Övriga kassaflödesposter	-3	3	-5	12	17	2	-2	-11	-20
Förändringar i rörelsekapital	11	-36	10	-66	-123	-99	-76	20	-62
Kassaflöde från den operationella verksamheten	26	-8	62	-57	-77	16	70	203	158
Investeringar i anläggningstillgångar	0	-1	-5	-11	-5	-8	-9	-11	-13
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-3	-2	-4	-6	-13	-32	-31	-36	-41
Övrigt Kassaflöde från investeringar	-1	0	0	0	0	0	0	0	0
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-4	-3	-9	-17	-18	-39	-40	-47	-54
Fritt kassaflöde	22	-11	53	-74	-95	-24	30	157	104
Förvärv och avyttringar	0	0	0	-172	-383	0	0	0	0
Nyemission / återköp	0	0	0	392	223	0	0	0	0
Förändring av skulder	0	1	-1	0	180	-8	0	0	0
Utdelningar	-14	-6	-9	-17	-27	0	-30	-40	-40
Övriga poster	0	-4	-5	-9	-11	-14	-14	-14	-14
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	-14	-9	-14	194	-18	-21	-44	-53	-53
Kassaflöde	8	-20	39	120	-113	-45	-14	103	50
Nettoskuld	-29	62	20	-67	255	299	299	182	118

Källa: MilDef Group, EPB

Balansräkning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
TILLGÅNGAR									
Goodwill	0	0	0	285	599	588	588	588	588
Övriga immateriella tillgångar	12	8	3	1	0	0	0	0	0
Materiella anläggningstillgångar	2	2	7	15	17	21	26	31	36
Finansiella anläggningstillgångar	1	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga anläggningstillgångar	9	82	80	76	156	173	162	159	162
Summa anläggningstillgångar	23	92	89	377	772	782	777	778	787
Varulager	35	47	57	86	237	297	306	354	405
Kundfordringar	83	126	161	136	255	306	381	358	416
Övriga omsättningstillgångar	6	12	13	41	70	91	91	91	91
Likvida medel och kortfristiga placeringar	32	9	47	169	60	14	0	103	154
Summa omsättningstillgångar	155	193	279	432	622	707	778	906	1 065
SUMMA TILLGÅNGAR	178	285	368	808	1 394	1 489	1 555	1 684	1 852
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	88	101	133	568	788	855	927	1 025	1 160
Summa eget kapital	88	101	133	568	788	855	927	1 025	1 160
Långfristiga räntebärande skulder	0	0	0	32	175	155	155	155	155
Långfristiga leasingsskulder	0	66	59	52	71	66	52	39	25
Övriga långfristiga skulder	8	6	9	24	35	40	40	40	40
Summa långfristiga skulder	8	72	68	107	281	261	248	234	220
Kortfristiga räntebärande skulder	3	0	0	10	53	65	65	65	65
Leverantörsskulder	16	44	63	40	105	96	100	117	134
Kortfristiga leasingsskulder	0	5	8	9	16	27	27	27	27
Övriga kortfristiga skulder	64	63	96	75	151	185	189	216	246
Summa kortfristiga skulder	83	112	167	133	326	373	380	425	471
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	178	285	368	808	1 394	1 489	1 555	1 684	1 852

Källa: MilDef Group, EPB

Tillväxt och marginaler

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Intäkstillväxt	-	37%	19%	18%	57%	63%	11%	17%	15%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	48%	>100%	-56%	86%	>100%	22%	24%	19%
EBIT-tillväxt, justerad	-	40%	>100%	-86%	>100%	>100%	32%	31%	23%
EPS-tillväxt, justerad	-	55%	>100%	-82%	3%	>100%	34%	37%	26%
Bruttomarginal	37,6%	37,4%	45,7%	44,7%	47,7%	46,7%	49,9%	49,9%	50,1%
EBITDA-marginal	9,9%	10,7%	17,2%	4,4%	8,1%	13,2%	14,5%	15,4%	15,9%
EBITDA-marginal, justerad	9,9%	10,7%	18,3%	6,9%	8,1%	13,2%	14,5%	15,4%	15,9%
EBIT-marginal	7,3%	7,5%	14,3%	Neg.	4,0%	9,4%	11,2%	12,5%	13,4%
EBIT-marginal, justerad	7,3%	7,5%	15,4%	1,8%	4,0%	9,4%	11,2%	12,5%	13,4%
Vinst-marginal, justerad	5,0%	5,7%	11,7%	2,3%	1,9%	6,3%	7,6%	8,9%	9,7%

Källa: MilDef Group, EPB

Avkastning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
ROE, justerad	Neg.	20%	40%	3%	2%	9%	11%	14%	16%
ROCE, justerad	Neg.	19%	33%	2%	3%	10%	12%	15%	18%
ROIC, justerad	Neg.	22%	39%	3%	4%	10%	13%	16%	19%

Källa: MilDef Group, EPB

Kapitaleffektivitet

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Varulager / totala intäkter	14%	14%	14%	18%	32%	25%	23%	23%	23%
Kundfordringar / totala intäkter	34%	38%	41%	29%	35%	25%	29%	23%	23%
Leverantörsskulder / KSV	11%	21%	29%	15%	27%	15%	15%	15%	15%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	38%	38%	51%	30%	48%	36%	33%	32%	31%
Rörelsekapital / totala intäkter	18%	23%	18%	32%	41%	34%	37%	30%	30%
Kapitalomsättningshastighet	2,7x	1,9x	2,0x	0,7x	0,7x	1,0x	1,1x	1,2x	1,3x

Källa: MilDef Group, EPB

Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	-29	62	20	-67	255	299	299	182	118
Soliditet	49%	36%	36%	70%	57%	57%	60%	61%	63%
Nettoskuldsättningsgrad	-0,3x	0,6x	0,1x	-0,1x	0,3x	0,3x	0,3x	0,2x	0,1x
Nettoskuld / EBITDA	-1,2x	1,7x	0,3x	-3,2x	4,2x	1,9x	1,5x	0,8x	0,4x

Källa: MilDef Group, EPB

Aktiedata

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
EPS	0,53	0,82	1,83	-0,03	0,38	1,88	2,51	3,44	4,34
EPS, justerad	0,53	0,82	2,01	0,37	0,38	1,88	2,51	3,44	4,34
FCF per aktie	0,97	-0,46	2,29	-2,52	-2,53	-0,59	0,74	3,89	2,58
Utdelning per aktie	0,25	0,38	0,75	0,75	0,75	0,00	0,75	1,00	1,00
Eget kapital per aktie	3,81	4,36	5,71	19,5	20,9	21,2	23,0	25,4	28,8
Antal aktier vid årets slut, m	23,0	23,2	23,2	29,2	37,6	40,3	40,3	40,3	40,3
Antal aktier efter utspädning, snitt	23,0	23,2	23,2	29,2	37,6	40,3	40,3	40,3	40,3

Källa: MilDef Group, EPB

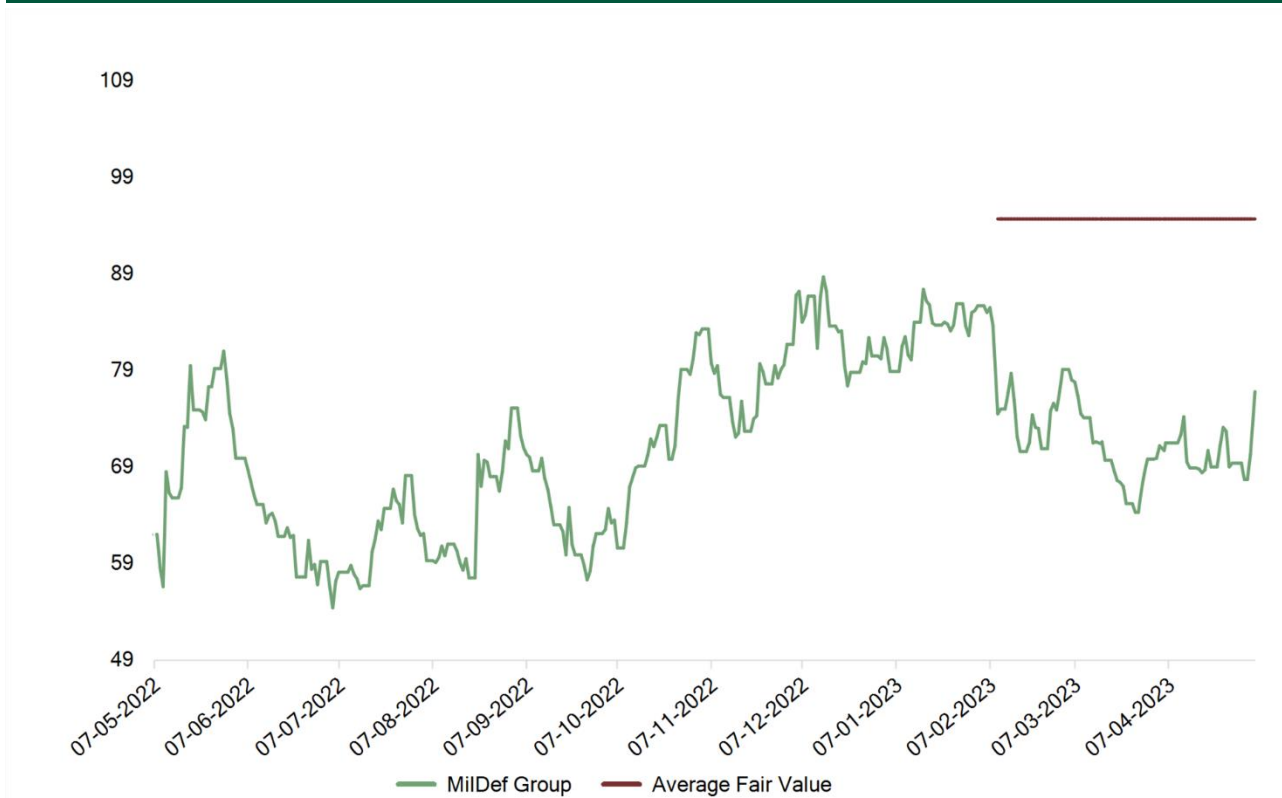
Värdering

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	142,7x	214,0x	41,1x	30,7x	22,4x	17,8x
P/EK	Neg.	Neg.	Neg.	2,7x	3,9x	3,6x	3,4x	3,0x	2,7x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	103,7x	19,8x	29,9x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1%	5%	3%
Direktavkastning	Neg.	Neg.	Neg.	1,4%	0,9%	0,0%	1,0%	1,3%	1,3%
Utdelningsandel, justerad	47,5%	45,9%	37,2%	>100%	>100%	0,0%	29,9%	29,1%	23,0%
EV/Sales	Neg.	Neg.	Neg.	3,9x	4,7x	2,8x	2,5x	2,1x	1,9x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	56,8x	57,9x	20,9x	17,2x	13,9x	11,7x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	213,5x	119,0x	29,5x	22,4x	17,1x	13,9x
EV	Neg.	Neg.	Neg.	1 836	3 475	3 328	3 328	3 328	3 328
Aktiekurs	-	-	-	52,3	80,8	77,1	77,1	77,1	77,1

Källa: MilDef Group, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

MilDef Group (MILDEF SS EQUITY)



Källa: EPB, IDC

Disclosure

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

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

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

Motiverat värde och risk

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

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

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

Allmänt

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

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

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

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

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

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

Banken erhåller ersättning från Bolaget för tjänsten Penser Access.

Erik Penser Bank (publ.)
Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM
tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 www.penser.se