



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Försvarsindustri | Sverige | 27 juli 2023

MilDef Group

Oväntat hög lönsamhet

Både omsättning och lönsamhet klart över våra förväntningar

Under det andra kvartalet fortsatte MilDef höga omsättningstillväxt med hela 144%, varav 104% organiskt. Omsättningen överträffade våra förväntningar med hela 14%. Det som verkligen stack ut var den kraftigt förbättrade bruttomarginalen som uppgick till 50% jämfört med 45% under Q1'23 och våra förväntningar som låg på 46%. Förbättrad bruttomarginal i kombination med den höga omsättningen synliggjorde verksamhetens skalbarhet och fick den justerade EBITDA-marginalen att öka till 16,5% (-8,5) jämfört med våra förväntningar om 11,4%.

Ledningen vänder till en mer positiv kommunikation kring marknaden

Under de senaste kvartalen har ledningen påtalat att de inte har märkt någon större skillnad i efterfrågan trots många länders höjda försvarsbudgetar. I VD-ordet ändrades det nu till att de uppfattar det som att det har blivit en aktivare marknad. Vi tolkar det som att allt fler har genomfört de mest kritiska inköpen och nu kan tänka mer långsiktigt kring hur de ska digitalisera sina försvar. Vidare bedömer vi att det under kommande år kommer att ske fler höjningar av försvarsbudgetar. Detta då flera av Natos medlemsländer inte når upp till de rekommenderade investeringarna om 2% av BNP per år.

Med förbättrat marknadsläge och högre marginaler höjer vi vårt motiverade värde

Vi ser det som sannolikt att fler länder kommer att höja sina försvarsanslag kommande år, vilket tillsammans med ledningens förändrade kommunikation kring aktiviteten på marknaden gör att vi höjer våra omsättningsprognoser för kommande år. För innevarande år höjer vi våra antaganden för bruttomarginalen, vilket såklart bidrar till en positiv effekt för lönsamheten. Vi höjer därmed vårt motiverade värde till 100-105 kr per aktie från tidigare 96-100 kr.

Estimatändring			Prognos (mSEK)				Värde och risk			
	23e	24e	25e	2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	100 - 105 SEK	
Totala intäkter	0,1%	3,4%	3,2%	739	1 203	1 380	1 614	Aktiekurs	85,5 SEK	
EBITDA, just.	4,5%	7,9%	6,4%	Tillväxt	57%	63%	15%	17%	Riskenivå	Medium
EPS, just.	-0,4%	6,5%	4,9%	EBITDA, just.	60	166	209	256		
				EBIT, just.	29	113	156	202		
				EPS, just.	0,4	1,9	2,7	3,6		
				EPS-tillväxt, just.	3%	>100%	43%	35%		
				EK/aktie	20,9	21,3	23,2	25,8		
				Utdelning per aktie	0,8	0,0	0,8	1,0		
				EBIT-marginal	4,0%	9,4%	11,3%	12,5%		
				ROE, just.	2,1%	9,1%	12,0%	14,7%		
				ROCE, just.	3,3%	10,0%	13,1%	16,0%		
				EV/Sales	4,7x	3,1x	2,7x	2,3x		
				EV/EBITDA	57,9x	22,1x	17,6x	14,4x		
				EV/EBIT	119,0x	32,5x	23,6x	18,2x		
				P/E, just.	214,0x	45,8x	32,0x	23,7x		
				P/EK	3,9x	4,0x	3,7x	3,3x		
				Direktavkastning	0,9%	0,0%	0,9%	1,2%		
				FCF yield	-	1%	1%	4%		
				Nettoskuld/EBITDA	4,2x	1,5x	1,2x	0,6x		

Kommande händelser	
Q3 - rapport	26 oktober 2023
Q4 - rapport	08 februari 2024

Bolagsfakta (mSEK)	
Antal aktier	40m
Börsvärde	3 408
Nettoskuld	271
EV	3 679
Free float	58%
Daglig handelsvolym, snitt	75k
Bloomberg Ticker	MILDEF SS EQUITY

Analytiker	
Hugo Lisjö	
Hugo.lisjo@penser.se	

Kursutveckling 12 mån	

Intressekonflikter		
	Yes	No
Likviditetsgarant		✓
Certified adviser		✓
Transaktioner 12m		✓

Investment case

Militärens moderniserings- och digitaliseringsresa driver tillväxten för MilDef:

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

Försvarsindustrin ser kraftig tillväxt efter många år av underinvesteringar:

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

Ett välskött tillväxtbolag med goda kassaflöden:

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

Bolagsbeskrivning

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

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

Värdering

Då orderboken är så pass lång som den är och marknaden är relativt stabil över tid samt är kontracyklisk då den beror på politiska beslut, värderar vi MilDef med en kassaflödesanalys. Med en WACC på 8%, långsiktig EBIT-marginal på 15% och långsiktig tillväxt på 3% får vi ett värde på 104 kr. Våra estimat inkluderar inte förvärv, varför M&A kan bidra till ytterligare potential utöver vårt motiverade värde.

Motiverat värde

100-105 kr.

Händelser under kvartalet

Det andra kvartalet har varit ett händelserikt kvartal. Trots viss avsaknad av en riktigt stor order så har MilDef successivt fortsatt att fylla orderboken. Typiskt för försvarsektorn är att leverantörerna inte får offentliggöra alla affärer då det kan röra sig om känslig information och därmed förbjudas av beställaren. En affär som MilDef fick offentliggöra var affären med FMV gällande nya ledningssystem i 16 av amfibiekårens stödfartyg. Ordern tecknas inom det större ramavtal som parterna tecknade under 2022 och värdet på ordern uppgår till ca 37 mkr.

I maj 2020 tecknade MilDef ett ramavtal med norska försvarets materielverk. Det ursprungliga avtalet var på tre år med chans till två förlängningar à 2 år vardera. Under våren förlängdes ramavtalet med en av dessa potentiella förlängningar. Inom flera av bolagets ramavtal börjar det nu komma order vilket är positivt för framtiden.

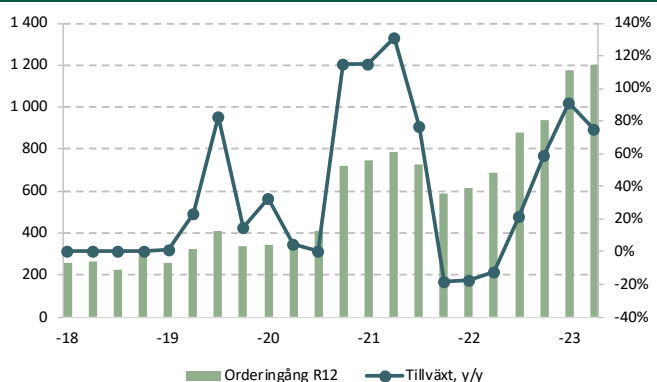
Under perioden har det skett stora förändringar i ledningen då tidigare VD Björn Karlsson har avgått och tagit plats i styrelsen som styrelseordförande. Daniel Ljunggren, som varit CFO för MilDef i ca 10 år, tog posten som VD och Viveca Johnsson kommer i september att tillträda som ny CFO.

Fortsatt stark omsättningstillväxt och god ordergång

Omsättningen ökade som tidigare nämnt med 144% y/y och passerade för första gången 1 mdr på R12 basis. Under kvartalet levererades de sista 50 mkr som försköts från Q4 p.g.a. komponentsbristen. Det visar på MilDefs starka marknadsposition och produkternas uniktet, då kunderna inte valde att styrka sina orderar och leta efter en annan leverantör att leverera.

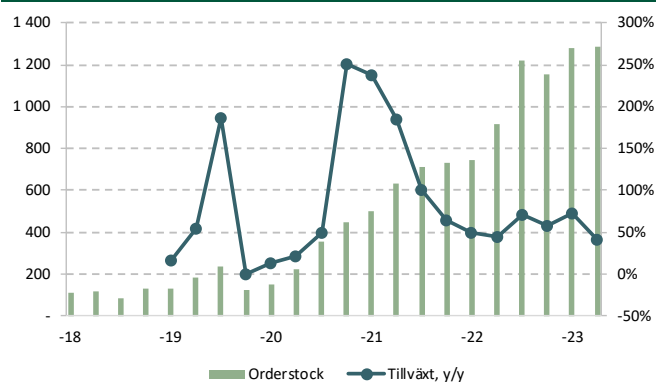
Orderingången kan vara slagig mellan kvartalen då det kan röra sig om stora summor. Därför bör man jämföra orderingången för de senaste tolv månaderna för att få en bättre bild av verksamhetens utveckling. Trenden i orderingången är fortsatt positiv och i kombination med ljusare marknadsutsikter räknar vi med att trenden kommer att fortsätta vara positiv.

Orderingången R12 är på ny rekordnivå, SEKm



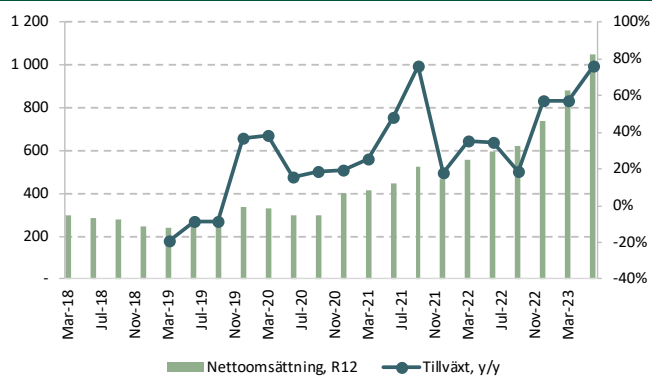
Källa: EPB, MilDef

Orderstocken fortsätter att växa, SEKm



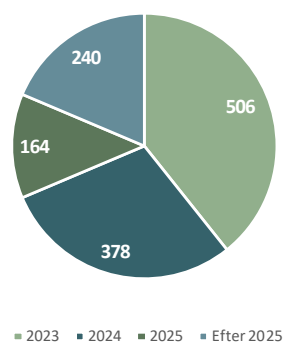
Källa: EPB, MilDef

Nettoomsättningen R12 passerar för första gången 1 mdr



Källa: EPB, MilDef

Inför H2 finns det fortfarande 506 mkr i orderboken



Källa: EPB, MilDef

Prognoser och prognosförändringar

Det är främst två saker som leder till att vi gör förändringar i våra estimat, marknadsklimatet och bruttomarginalen. Gällande omsättningsökningen för 2024 och framåt beror det på vår bedömning att fler länder i främst Europa, vilket är MilDef's kärnmarknad, kommer att höja sina försvarsbudgetar kommande år. I dagsläget är det flera Natoanslutna länder som inte når upp till målet att investera 2% av BNP per år i sitt försvar. I takt med att oroligheten i världen ökar, och i synnerhet i Europa, bedömer vi sannolikheten för höjda försvarsanslag som goda. Höjda försvarsbudgetar tillsammans med ledningens kommentar om en mer aktiv marknad gör att vi inte längre ser 2024 som det mellanår som vi tidigare gjort.

Den andra större justeringen vi gör är att höja bruttomarginalen för innevarande år med 1,6 procentenheter. Det gör vi till följd av att bruttomarginalen under Q2'23 steg till 50% från 45% under Q1. Den kraftiga ökningen beror bland annat på att effekterna av tidigare genomförda prishöjningar nu syns i siffrorna. Det tar 6-12 månader innan effekten syns, att mjukvaruförsäljningen ökar samt att egentillverkade produkter blir en allt större del av försäljningen.

Prognosförändringar

SEKm	Nya prognoser				Gamla prognoser			Förändring (%)		
	2022A	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	739	1 203	1 380	1 614	1 202	1 334	1 562	0,1%	3,5%	3,3%
Kostnad sålda varor	-387	-621	-691	-807	-640	-668	-782	-3,0%	3,3%	3,2%
Bruttoresultat	352	582	689	807	562	665	780	3,6%	3,6%	3,4%
Bruttomarginal	47,7%	48,4%	49,9%	50,0%	46,7%	49,9%	50,0%	1,6 pp	0,1 pp	0,0 pp
Försäljningskostnader	-206	-292	-338	-385	-281	-323	-374	3,9%	4,8%	2,9%
Administrationskostnader	-67	-92	-105	-125	-95	-112	-121	-3,0%	-6,6%	3,2%
Forsknings- och utvecklingskostnader	-49	-83	-92	-97	-74	-83	-92	13,3%	10,7%	4,6%
Övriga rörelseintäkter/-kostnader	-1	-2	2	2	1	2	2	n.m.	3,5%	-5,3%
EBITDA, justerad	60	166	209	256	160	194	240	4,1%	7,6%	6,4%
Just. EBITDA-marginal	8,1%	13,8%	15,2%	15,8%	13,3%	14,6%	15,4%	0,5pp	0,6 pp	0,5 pp
Totala av-/nedskrivningar	-31	-53	-53	-53	-46	-45	-45	14,7%	17,7%	17,7%
EBIT, justerad	29	113	156	202	114	149	195	-0,2%	4,6%	3,8%
Just. EBIT-marginal	4,0%	9,4%	11,3%	12,5%	9,4%	11,2%	12,5%	0,1 pp	0,1 pp	0,1 pp
Finansiellt netto	-10	-19	-20	-19	-20	-21	-20	-2,2%	-4,7%	-6,2%
Inkomstskatt	-5	-19	-29	-39	-18	-27	-37	5,7%	6,1%	4,9%
Periodens nettoresultat, justerad	14	75	108	145	76	102	139	-1,1%	6,1%	4,9%

Källa: EPB, MilDef

Under både Q1'23 och Q2'23 har försäljningen varit ungefär 50 mkr högre per kvartal till följd av komponentbristen under Q4'22. Det gör att det under Q3'23e ser ut som ett ordentligt intäktsfall, men intäktsnivån är i paritet med föregående kvartal. I våra prognoser räknar vi med att MilDef lyckas att leverera ytterligare ca 72 mkr i intäkter utöver de resterande 506 mkr som ligger i orderboken för 2023 och drygt 50 mkr i intäkter från verksamheter utanför orderboken.

Historisk utveckling och kvartalsestimat för kvarvarande del av 2023

SEKm	Q1'21A	Q2'21A	Q3'21A	Q4'21A	Q1'22A	Q2'22A	Q3'22A	Q4'22A	Q1'23A	Q2'23A	Q3'23E	Q4'23E
Nettoomsättning	51,0	81,3	136,6	200,7	141,3	118,5	163,7	315,3	283,2	288,8	240,9	390,0
Kostnad sålda varor	-33,5	-42,5	-75,6	-108,0	-74,8	-60,5	-80,4	-170,8	-155,0	-144,0	-122,9	-198,9
Bruttoresultat	17,5	38,8	61,0	92,7	66,5	58,0	83,3	144,5	128,2	144,8	118,1	191,1
Försäljningskostnader	-16,9	-23,0	-32,6	-41,9	-42,3	-43,3	-42,0	-78,7	-67,0	-67,0	-65,1	-92,8
Administrationskostnader	-14,5	-14,9	-16,1	-13,4	-14,9	-15,7	-15,6	-21,0	-20,4	-21,3	-22,9	-27,3
Forsknings- och utvecklingskostnader	-10,2	-11,6	-9,4	-9,2	-9,2	-10,7	-10,2	-18,9	-19,0	-20,5	-20,5	-23,4
Övriga rörelseintäkter/-kostnader	1,2	0,2	-0,6	0,0	0,1	-3,3	-3,0	5,6	-0,1	-2,4	0,0	0,8
EBITDA, justerad	-14,8	-2,4	14,9	34,6	6,3	-9,6	19,9	43,4	34,0	47,7	22,9	61,7
Totala av-/nedskrivningar	-4,4	-4,7	-8,2	-6,4	-6,1	-5,4	-7,4	-11,9	-12,3	-14,1	-13,3	-13,3
EBIT, justerad	-19,2	-7,1	6,7	28,2	0,2	-15,0	12,5	31,5	21,7	33,6	9,6	48,4
Finansiellt netto	-1,4	1,6	-1,7	-0,9	-0,8	-0,2	-5,3	-3,7	-3,6	-5,4	-5,2	-5,1
Inkomstskatt	5,1	5,3	0,8	-6,7	0,9	2,0	-0,6	-7,3	-1,8	-6,9	-0,9	-9,1
Periodens nettoresultat, justerad	-15,5	-0,2	5,8	20,6	0,3	-13,2	6,6	20,5	16,3	21,3	3,5	34,2
Tillväxt y/y	48%	59%	147%	-22%	177%	46%	20%	57%	100%	144%	47%	24%
EPS, justerad (kr)	-0,66	-0,01	0,16	0,57	0,01	-0,36	0,18	0,51	0,40	0,53	0,09	0,85
Bruttomarginal	34,3%	47,7%	44,7%	46,2%	47,1%	48,9%	50,9%	45,8%	45,3%	50,1%	49,0%	49,0%
Just. EBITDA-marginal	-29,0%	-3,0%	10,9%	17,2%	4,5%	-8,1%	12,2%	13,8%	12,0%	16,5%	9,5%	15,8%
Just. EBIT-marginal	-37,6%	-8,7%	4,9%	14,1%	0,1%	-12,7%	7,6%	10,0%	7,7%	11,6%	4,0%	12,4%

Källa: EPB, MilDef

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 104 kr. Våra estimat inkluderar inte förvärv, vilket kan addera ytterligare värde.

DCF – antaganden och slutsatser

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	1 041	Riskfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	3 417	Riskpremium	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	15,0%
Företagsvärde (EV)	4 459	Småbolagspremie	0,0%	Avskrivningar, % av omsättning	3,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	271	Extra risk-premie	0,0%	Capex, % av omsättning	3,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	WACC	8,0%	Rörelsekapital, % av omsättning	26,8%
Eget kapital	4 187			Skattesats	22%
Antal utstående aktier, full utspädning	40				
Eget kapital per aktie	104				

Källa: EPB

DCF - känslighetsanalys

		Långsiktig tillväxt							Långsiktig EBIT-marginal				
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%			10,0%	12,5%	15,0%	17,5%	20,0%
WACC	7,0%	112	124	138	155	179	WACC	7,0%	90	114	138	161	185
	7,5%	99	108	119	132	149		7,5%	78	98	119	139	160
	8,0%	88	95	104	114	127		8,0%	68	86	104	122	139
	8,5%	79	85	92	100	110		8,5%	60	76	92	107	123
	9,0%	72	76	82	88	96		9,0%	54	68	82	96	110

Källa: EPB

Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Nettoomsättning	244	334	399	470	739	1 203	1 380	1 614	1 855
Totala intäkter	244	334	399	470	739	1 203	1 380	1 614	1 855
Kostnad sålda varor	-152	-209	-216	-260	-387	-621	-691	-807	-927
Bruttoresultat	92	125	182	210	352	582	689	807	927
Försäljningskostnader	-38	-54	-56	-114	-206	-292	-338	-385	-466
Administrationskostnader	-19	-20	-36	-59	-67	-92	-105	-125	-155
R&D-kostnader	-18	-26	-33	-40	-49	-83	-92	-97	-123
Övriga rörelsekostnader	7	11	16	36	30	51	55	55	55
EBITDA	24	36	69	21	60	166	209	256	238
Jämförelsestörande poster	0	0	-4	-12	0	0	0	0	0
EBITDA, justerad	24	36	73	32	60	166	209	256	238
Avskrivningar	-1	-5	-6	-13	-15	-25	-25	-25	-25
EBITA, justerad	24	31	67	20	45	141	184	230	213
Amortering	-6	-6	-6	-11	-16	-28	-28	-28	-28
EBIT	18	25	57	-3	29	113	156	202	185
EBIT, justerad	18	25	61	9	29	113	156	202	185
Finansnetto	1	0	-2	-2	-10	-19	-20	-19	-17
Resultat före skatt	19	25	55	-5	19	94	136	184	167
Resultat före skatt, justerad	19	25	60	6	19	94	136	184	167
Total skatt	-7	-6	-13	5	-5	-19	-29	-39	-35
Nettoresultat	12	19	43	-1	14	75	108	145	132
Nettoresultat, justerad	12	19	47	11	14	75	108	145	132
Intäkstillväxt	-	37%	19%	18%	57%	63%	15%	17%	15%
Bruttomarginal	37,6%	37,4%	45,7%	44,7%	47,7%	48,4%	49,9%	50,0%	50,0%
EBIT-marginal, justerad	7,3%	7,5%	15,4%	1,8%	4,0%	9,4%	11,3%	12,5%	9,9%
EPS, justerad	0,53	0,82	2,01	0,37	0,38	1,87	2,67	3,61	3,28
EPS-tillväxt, justerad	-	55%	>100%	-82%	3%	>100%	43%	35%	-9%

Källa: MilDef Group, EPB

Kassaflödesanalys

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
EBIT	18	25	57	-3	29	113	156	202	185
Övriga kassaflödesposter	-3	3	-5	12	17	0	5	-4	1
Förändringar i rörelsekapital	11	-36	10	-66	-123	-19	-90	-13	-48
Kassaflöde från den operationella verksamheten	26	-8	62	-57	-77	95	71	185	137
Investeringar i anläggningstillgångar	0	-1	-5	-11	-5	-11	-10	-11	-13
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-3	-2	-4	-6	-13	-32	-32	-37	-43
Övrigt Kassaflöde från investeringar	-1	0	0	0	0	0	0	0	0
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-4	-3	-9	-17	-18	-43	-41	-48	-56
Fritt kassaflöde	22	-11	53	-74	-95	51	30	137	82
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	-38	0	0	0
Utdelningar	-14	-6	-9	-17	-27	0	-30	-40	-40
Övriga poster	0	-4	-5	-9	-11	-17	-17	-17	-17
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	-14	-9	-14	194	-18	-56	-47	-57	-57
Kassaflöde	8	-20	39	120	-113	-4	-17	80	25
Nettoskuld	-29	62	20	-67	255	245	244	147	105

Källa: MilDef Group, EPB

Balansräkning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
TILLGÅNGAR									
Goodwill	0	0	0	285	599	586	586	586	586
Övriga immateriella tillgångar	12	8	3	1	0	0	0	0	0
Materiella anläggningstillgångar	2	2	7	15	17	20	25	30	35
Finansiella anläggningstillgångar	1	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga anläggningstillgångar	9	82	80	76	156	199	182	172	170
Summa anläggningstillgångar	23	92	89	377	772	805	793	789	791
Varulager	35	47	57	86	237	265	310	366	421
Kundfordringar	83	126	161	136	255	253	318	320	372
Övriga omsättningstillgångar	6	12	13	41	70	108	108	108	108
Likvida medel och kortfristiga placeringar	32	9	47	169	60	56	39	119	143
Summa omsättningstillgångar	155	193	279	432	622	681	775	912	1 043
SUMMA TILLGÅNGAR	178	285	368	808	1 394	1 487	1 568	1 701	1 834
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	88	101	133	568	788	858	936	1 042	1 134
Summa eget kapital	88	101	133	568	788	858	936	1 042	1 134
Långfristiga räntebärande skulder	0	0	0	32	175	148	148	148	148
Långfristiga leasingkulder	0	66	59	52	71	80	63	46	28
Övriga långfristiga skulder	8	6	9	24	35	50	50	50	50
Summa långfristiga skulder	8	72	68	107	281	277	260	243	225
Kortfristiga räntebärande skulder	3	0	0	10	53	42	42	42	42
Leverantörsskulder	16	44	63	40	105	93	104	121	139
Kortfristiga leasingkulder	0	5	8	9	16	31	31	31	31
Övriga kortfristiga skulder	64	63	96	75	151	185	196	223	263
Summa kortfristiga skulder	83	112	167	133	326	351	372	417	475
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	178	285	368	808	1 394	1 487	1 568	1 701	1 834

Källa: MilDef Group, EPB

Tillväxt och marginaler

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Intäkstillväxt	-	37%	19%	18%	57%	63%	15%	17%	15%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	48%	>100%	-56%	86%	>100%	26%	22%	-7%
EBIT-tillväxt, justerad	-	40%	>100%	-86%	>100%	>100%	38%	30%	-9%
EPS-tillväxt, justerad	-	55%	>100%	-82%	3%	>100%	43%	35%	-9%
Bruttomarginal	37,6%	37,4%	45,7%	44,7%	47,7%	48,4%	49,9%	50,0%	50,0%
EBITDA-marginal	9,9%	10,7%	17,2%	4,4%	8,1%	13,8%	15,2%	15,8%	12,8%
EBITDA-marginal, justerad	9,9%	10,7%	18,3%	6,9%	8,1%	13,8%	15,2%	15,8%	12,8%
EBIT-marginal	7,3%	7,5%	14,3%	Neg.	4,0%	9,4%	11,3%	12,5%	9,9%
EBIT-marginal, justerad	7,3%	7,5%	15,4%	1,8%	4,0%	9,4%	11,3%	12,5%	9,9%
Vinst-marginal, justerad	5,0%	5,7%	11,7%	2,3%	1,9%	6,3%	7,8%	9,0%	7,1%

Källa: MilDef Group, EPB

Avkastning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
ROE, justerad	Neg.	20%	40%	3%	2%	9%	12%	15%	12%
ROCE, justerad	Neg.	19%	33%	2%	3%	10%	13%	16%	14%
ROIC, justerad	Neg.	22%	39%	3%	4%	11%	14%	17%	15%

Källa: MilDef Group, EPB

Kapitaleffektivitet

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Varulager / totala intäkter	14%	14%	14%	18%	32%	22%	23%	23%	23%
Kundfordringar / totala intäkter	34%	38%	41%	29%	35%	21%	23%	20%	20%
Leverantörsskulder / KSV	11%	21%	29%	15%	27%	15%	15%	15%	15%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	38%	38%	51%	30%	48%	34%	32%	31%	29%
Rörelsekapital / totala intäkter	18%	23%	18%	32%	41%	29%	32%	28%	27%
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	245	244	147	105
Soliditet	49%	36%	36%	70%	57%	58%	60%	61%	62%
Nettoskultsättningsgrad	-0,3x	0,6x	0,1x	-0,1x	0,3x	0,3x	0,3x	0,1x	0,1x
Nettoskuld / EBITDA	-1,2x	1,7x	0,3x	-3,2x	4,2x	1,5x	1,2x	0,6x	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	1,87	2,67	3,61	3,28
EPS, justerad	0,53	0,82	2,01	0,37	0,38	1,87	2,67	3,61	3,28
FCF per aktie	0,97	-0,46	2,29	-2,52	-2,53	1,27	0,75	3,40	2,03
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	21,3	23,2	25,8	28,1
Antal aktier vid årets slut, m	23,0	23,2	23,2	29,2	37,6	40,3	40,3	40,3	40,3
Antal aktier efter utspädning, snitt	23,0	23,2	23,2	29,2	37,6	40,3	40,3	40,3	40,3

Källa: MilDef Group, EPB

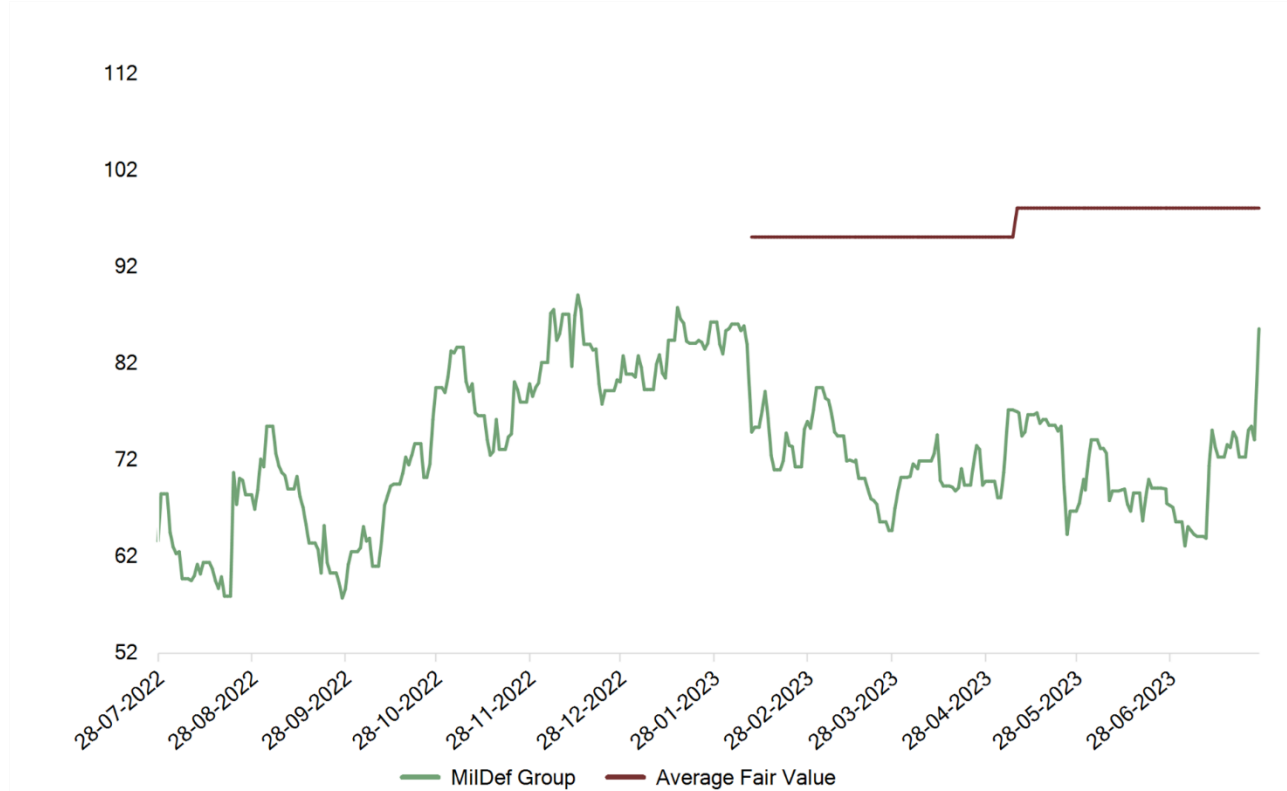
Värdering

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	142,7x	214,0x	45,8x	32,0x	23,7x	26,1x
P/EK	Neg.	Neg.	Neg.	2,7x	3,9x	4,0x	3,7x	3,3x	3,0x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	67,2x	114,5x	25,1x	42,2x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1%	1%	4%	2%
Direktavkastning	Neg.	Neg.	Neg.	1,4%	0,9%	0,0%	0,9%	1,2%	1,2%
Utdelningsandel, justerad	47,5%	45,9%	37,2%	>100%	>100%	0,0%	28,0%	27,7%	30,5%
EV/Sales	Neg.	Neg.	Neg.	3,9x	4,7x	3,1x	2,7x	2,3x	2,0x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	56,8x	57,9x	22,1x	17,6x	14,4x	15,5x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	213,5x	119,0x	32,5x	23,6x	18,2x	19,9x
EV	Neg.	Neg.	Neg.	1 836	3 475	3 679	3 679	3 679	3 679
Aktiekurs	-	-	-	52,3	80,8	85,5	85,5	85,5	85,5

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 (nedan "Banken") exklusivt för bankens kunder. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan således inte garanteras. Banken kan låta medarbetare från annan avdelning eller analyserat bolag (nedan "bolaget") läsa fakta eller serier av fakta för att få dessa verifierade. Banken lämnar inte i förväg ut slutsatser eller omdömen i Publikationen. Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns 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 sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Informationen är därmed ingen personlig rekommendation eller ett investeringsråd.

Banken frånsäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Placeringen kan öka eller minska i värde eller bli helt värdelös. 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.

Det angivna motiverade värdet ska inte tolkas som en riktkurs vid en viss tidpunkt, utan är ett teoretiskt framräknat värde som det analyserade bolaget skulle kunna värderas till, givet att alla våra antaganden visar sig vara korrekta, och att inga oförutsedda negativa aspekter tillkommer. Det är inte ovanligt att aktiemarknaden värderar ett bolag till kraftig rabatt eller med premium mot ett teoretiskt framräknat värde. Det finns således ingen garanti för att aktien kommer att handlas till vårt framräknade motiverade värde, även om våra antaganden visar sig vara korrekta.

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde skall 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. Vad gäller risk 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%.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt analyserat bolag. Banken erhåller ersättning för nämnda tjänst från det analyserade bolaget. Potential- och riskklassificeringen uppdateras kontinuerligt. Klicka <https://www.penser.se/historiska-analysrekommendationer/> för att se historik över investeringsrekommendationer från Banken

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 materialets innehåll.

Banken har utarbetat en Etikpolicy samt en Intressekonfliktpolicy. Dessa syftar till att förebygga och förhindra intressekonflikter mellan kunders intressen och avdelningar inom Banken. Sättet som Banken använder för att förebygga intressekonflikter är bl. a. restriktiva kommunikationer (Chinese Walls). Analysavdelningen är fysiskt belägen avskild från Corporate Finance-avdelningen, som sitter i egen lokal. Corporate Finance-avdelningen får inte delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Det kan dock, från tid till annan, föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan ett bolag som förekommer i en Publikation och någon annan avdelning i Banken än Analysavdelningen. Banken har utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för Investeringsrekommendation.

Från tid till annan utför Banken 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 omnämnt bolag. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Banken och dess anställda följer svenska fondhandlarföreningens riktlinjer för anställdas affärer. Den analytiker som har utarbetat en Investeringsanalys som avses i 11 kap. 8 § FFFS 2007:16 och andra som medverkat i detta arbete får inte för egen räkning handla i be-rörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instru-ment i strid med gällande rekommendation. Bankens Compliance-avdelning övervakar anställdas transaktioner.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat. Varken Banken eller de personer som sammanställt denna publikation har innehav (varken långa eller korta) i analyserat bolags emitterade finansiella instrument överstigande 0,5 % av det analyserade bolagets aktiekapital.

För det aktuella bolaget utför Banken även analys i enlighet med villkoren för den kostnadsbelagda tjänsten "Penser Access". Klicka här <https://epaccess.penser.se/> för mer information om tjänsten.

Erik Penser Bank har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn

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