

Scandinavian Astor Group

Flyger mot ett starkt år 2023



Scandinavian Astor Group AB ("Astor Group" eller "Bolaget") har redovisat ett starkt tredje kvartal, där Astor Group vänder till vinst, parallellt som Bolaget uppvisar hög tillväxt. Astor Group har stärkt Bolagets positioner som en försvarsindustri-grupp med högteknologisk expertis, genom ett förvärv av Mikroponent, vilka är verksamma inom laserskärning och etsning. Astor Group breddar därmed erbjudandet inom industriproduktion, parallellt som båda verksamheterna inom Astor Groups koncern har uppvisat hög aktivitet under kvartalet. Bolaget besitter vid november månad en orderbok om 113,5 MSEK, vilket bådgar för fortsatt tillväxt. Baserat på en *sum-of-the-parts*-värdering erhålls ett motiverat värde per aktie om 10,6 (8,6) kr i ett Base scenario för Astor Group.

■ Uppvisar sekventiell tillväxt...

Under Q3-23 uppgick Astor Groups nettoomsättning till 23,1 MSEK (14,5), vilket motsvarar en tillväxt om 59 % Y-Y och 4 % Q-Q (22,1). Astor Group har därmed sekventiellt visat tillväxt sedan Q4-22 vilket resulterar i en omsättning LTM uppgående till 73 MSEK. Den höga tillväxten är ett resultat av god leveransförmåga, tillika hög affärsaktivitet under år 2023, vilket bekräftas av en hög ordergången hittills under år 2023. Trots god leveransförmåga under Q3-23 uppgick orderstocken till 96 MSEK per den 8 november och givet förvärvet av Mikroponent stärks orderstocken till 113,5 MSEK.

■ ... och vänder till vinst under tredje kvartalet

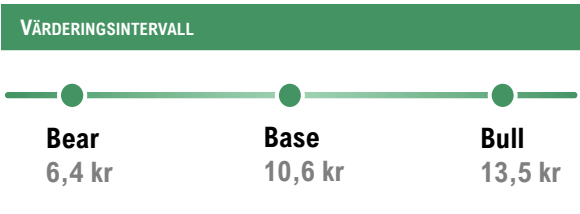
Trots att utvecklingsarbetet med Astor IV fortskrider och att Astor Group befinner sig i en expansionsfas, har Astor Group under Q3-23 vänt till vinst, både på EBITDA- och EBIT-nivå. EBITDA-resultatet uppgick till 1,9 MSEK (-0,9), vilket motsvarar en EBITDA-marginal om 8 %, medan EBIT-resultatet uppgick till 1,0 MSEK (-1,6), motsvarande en EBIT-marginal om 4 %. Astor Group har därmed uppvisat en hög tillväxt, samtidigt som Bolaget uppvisar en god kostnadskontroll under Q3-23.

■ Astor IV stark och tydlig värdedrivare framgent

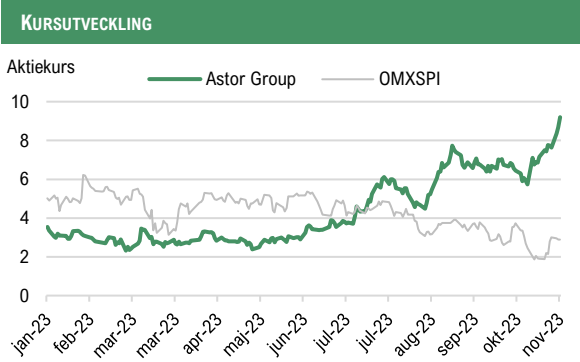
Under slutet av Q2-23 levererade Astor Group framgångsrikt Astor IV till Frankrike för omfattande tester och integration, vilka har fortlöpt under kvartalet. Därutöver har Astor Group utvidgat affärsdiskussionerna genom deltagande på försvarsforum och mottagit en delegation från Ukraina. Astor Group närmar sig kommersialisering och försäljning av Astor IV, vilket utgör en stark och tydlig värdedrivare framgent.

■ Förvärv Mikroponent

Astor Group meddelade 8 november att Astor Group förvärv Mikroponent, vilket delfinansieras av två riktade emissioner. Astor Group stärker Bolagets redan etablerade position som en försvarsindustri-grupp genom att utvidga Bolagets industriproduktion till laserskärning och etsning. Samtidigt tillförs Astor Group cirka 36 MSEK och antalet aktier ökar med cirka 5 miljoner. Vi har med bakgrund till detta justerat våra prognoser och värderingsintervall i samtliga tre scenarion.



NYCKELDATA	
Senast betalt (2023-11-14)	9,1
Antal Aktier (st.) ¹	32 746 953
Market Cap (MSEK) ¹	299
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	8,7
Enterprise Value (MSEK) ¹	308
Lista	Spotlight Stock Market
Bokslutskommuniké 2023	2024-02-26



HUVUDÄGARE (KÄLLA: HOLDINGS, 2023-11-15) ²	
Lennart Sundberg	8,0 %
Anne Kahlin	7,9 %
Avanza Pension	6,5 %
Nordnet Pensionsförsäkring	6,2 %
Gerhard Dal	5,0 %

Prognoser (MSEK)	2022	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	52,8	90,5	245,2	336,2
Bruttokostnader	-26,1	-37,6	-109,7	-130,7
Bruttoresultat	28,7	53,2	135,9	206,1
Bruttomarginal	52,4%	58,6%	55,3%	61,2%
Rörelsekostnader	-46,9	-47,8	-101,8	-145,9
EBITDA	-18,2	5,4	34,1	60,2
EBITDA-marginal	-34,4%	6,0%	13,9%	17,9%
P/S	5,7	3,3	1,2	0,9
EV/S	5,8	3,4	1,3	0,9
EV/EBITDA	neg.	56,9	9,0	5,1
EV/EBIT	neg.	259,5	11,7	6,1

¹ Givet de riktade emissionerna under Q4-23.
² Innan genomförande av de riktade emissionerna, exakt fördelning har inte offentliggjorts.

Innehållsförteckning

Introduktion	2
Kommentar bokslutskommuniké	3-4
Kommentar förvärv av Mikroponent	5
Kommentar riktade emissioner	6
Investeringsidé	7
Bolagsbeskrivning	8
Marknadsanalys	9-10
Finansiell Prognos	11-14
Värdering	15-17
Bull & Bear	18
Ledning & Styrelse	19-20
Appendix	21-23
Disclaimer	24

OM BOLAGET

Astor Group är en koncern verksam inom försvarsindustrin. Bolaget utvecklar, tillverkar och levererar produkter, tjänster och tillhörande tekniska lösningar inom militärt försvar och civil säkerhet samt produkter för industrier. Produktportföljen består exempelvis av radarstörnings-system och kompositkomponenter vilket erbjuds till myndigheter och företag inom marin-, försvars-, flyg- och fordonsindustrin. Bolaget bedriver sin verksamhet och tillverkning i Sverige, men adresserar en global marknad. Bolaget har varit noterat på Spotlight Stock Market sedan januari 2023.

VD och ORDFÖRANDE

Verkställande Direktör Odd Werin

Styrelseordförande Lars Granbom

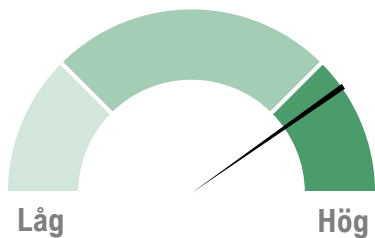
ANALYTIKER

Namn David Rimbe

Telefon 070-3363384

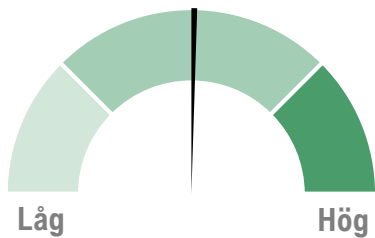
E-mail david.rimbe@analystgroup.se

Värde drivare



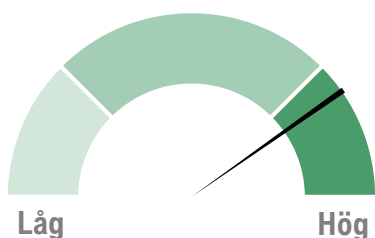
Astor Group har påbörjat testflygning med radarstörningssystemet Astor IV och givet påvisad och god funktionalitet samt positiva resultat förväntas Astor IV kommersialiseras under år 2023/2024, vilket ses som en stark värde drivare och framtida intäktskälla. Samtidigt har industriproduktionen en stabil och bred kundbas, och utifrån förväntade synergier väntas affärsbenet vinna marknadsandelar på en än så länge fragmenterad marknad.

Lönsamhet



Försäljningen inom komposit har historiskt uppvisat god och stabil lönsamhet. Under helåret 2022 stärkte Marstrom Composite lönsamheten ytterligare och uppvisade en positiv lönsamhetstrend. Kompositverksamheten har i regel långtgående kundrelationer, vilket stärker förutsägbarheten i intjäningen. Däremot är inte Astor IV kommersialiserat ännu och är fortfarande under utveckling, vilket bidrar till negativa kassaflöden.

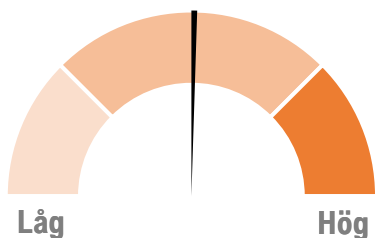
Ledning & Styrelse



Ledningen och styrelsen består av ett erfaret team, vilka bedöms besitta rätta kvalifikationer för att lyckas inom både försvarsmarknaden och kompositmarknaden. Odd Werin, VD för Astor Group, har lång och gedigen erfarenhet inom försvarsmakten, och har varit Sveriges militära representant mot EU och NATO. Ledningen och styrelsens ägande i Astor Group uppgår till 24 %¹, vilket ingjuter förtroende för att skapa aktieägarevärde.

¹ Innan de riktade emissionerna.

Risk



Astor Groups kassa uppgick vid utgången av Q3-23 till ca 6,4 MSEK med en soliditet om 38 %. Astor Group annonserade under november månad riktade emissioner, vilket förväntas tillföra Bolaget ca 36 MSEK före emissionskostnader, samt tillhörande teckningsoption (TO 2) som kan maximalt tillföra Bolaget ytterligare 27 MSEK under Q2-23. Emissionerna görs för att delfinansiera förvärvet av Mikroponent, men stärker likväl rörelsekapital och minskar risken för ytterligare kapitalanskaffning.

62 MSEK
OMSÄTTNING
UNDER PERIODEN
Q1 – Q3 2023

87 MSEK
I ORDERSTOCK
VID UTGÅNGEN
AV Q3-23

Nettoomsättningen uppgick till 23,1 MSEK – tillväxt om 59 % Y-Y

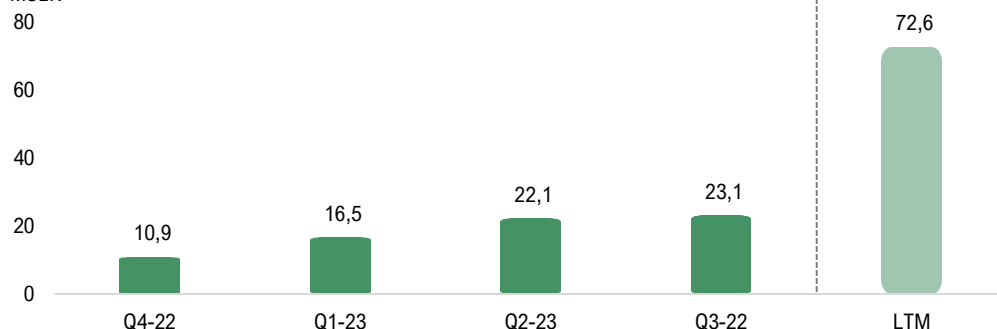
Astor Group redovisade under årets tredje kvartal 2023 en nettoomsättning uppgående till 23,1 MSEK (14,5), motsvarande en ökning om 59 % respektive 8,5 MSEK i absoluta tal i jämförelse mot samma period föregående år. I jämförelse mot föregående kvartal (Q2-23) uppgick nettoomsättningen till 22,1 MSEK, vilket motsvarar en tillväxt om 4 % Q-Q, varav intäktsökningen motsvarar ca 1,0 MSEK i absoluta tal. Därmed har Astor Group sekventiellt ökat intäkterna sedan noteringen, vilket är ett kvitto på den höga affärsaktiviteten Bolaget har haft under år 2023. Intäktsökningen härleds i synnerhet till en hög aktivitet och tillväxt inom kompositverksamheten vilket har resulterat i att Astor Group uppvisar tillväxt både Y-Y och Q-Q, trots marginella säsongeffekter Q-Q. För de nio första månaderna 2023 (januari – september) uppgår intäkterna till 61,8 MSEK (35,3), där det dock ska tilläggas att Marstrom Composite och resterande 40 % av kompositföretaget JPC Composite tillträdde under april 2022, varför jämförelsen mot föregående år blir något missvisande. Dock kan det sättas i relation till dotterbolaget Marstrom Composites nettoomsättning under helåret 2022, vilken uppgick till 55 MSEK och innebär därmed att Astor Group redan har passerat fjolårets omsättning inom kompositverksamheten.

Sett till orderingången under kvartalet uppgick den till 13,0 MSEK (26,7), vilket innebär en minskning i jämförelse mot motsvarande period föregående år. Astor Group har dock haft en hög efterfrågan inom komposit under år 2023, vilket har resulterat i en stark utgående orderbok, vilken vid kvartalets utgång uppgick till 87,1 MSEK (71,4), trots en god leveransförmåga under kvartalet. Den höga orderingången under år 2023 innebär att kompositverksamheten står med fulla orderböcker, vilket baddar för ett starkt år 2023 och fortsatt tillväxt under år 2024. Därtill ska det tilläggas att dotterbolaget Marstrom Composite säkrade ett lån under kvartalet för att tidigarelägga investering i ökad produktionskapacitet, vilket även möjliggör ett utökat handlingsutrymme. Samt så har dotterbolaget JPC Composite tillträtt nya lokaler, vilket likväl möjliggör en utökad produktionskapacitet. Sammantaget förväntas Astor Group kunna stärka produktionskapaciteten något från innevarande kvartal (Q4-23) och nå full effekt under år 2024, vilket innebär att Bolaget kommer kunna "räkna hem" ordrar effektivare, uppnå Economies of Scale samt utöka intagandet av nya ordrar.

Astor Group har uppvisat sekventiell tillväxt.

Nettoomsättning Q4-22 – Q3-23, LTM

MSEK



Källa: Analyst Groups prognos och Astor Group

Stärkta utsikter för Astor IV

Under oktober månad meddelade Astor Group att dotterbolaget My-Konsult deltog vid försvarsindustriforumet International Defence Industry Forum i Kiev, Ukraina, efter en direkt inbjudan från ukrainska myndigheter. Deltagande innebär att Astor Group har inlett affärssamtal med Ukraina, där Astor Groups produkter kan användas för taktiska insatser, samtidigt som forumet innebär en utökad varumärkeskännedom och exponering för Astor IV. Affärsrelationerna med Ukraina stärktes snabbt efter forumet efter att en ukrainsk delegation besökte dotterbolaget My-Konsult redan under slutet av oktober månad, med fokus på radarstörningssystemet Astor IV och teknologiska möjligheter. Syftet med besöket var att fördjupa kunskapen om Bolagets produkter och teknologiska möjligheter. Parallellt fortlöper den omfattande testverksamheten i Frankrike efter att Bolaget framgångsrikt levererade radarstörningssystemet Astor IV under slutet av Q2-23 till samarbetspartnern SDTS i Frankrike. Kommersialiseringen och försäljningen av Astor IV utgör enligt Analyst Group en betydande värde drivare för Astor Group framgent.

Vänder till vinst – uppvisar ett EBITDA-resultat om 1,9 MSEK

1,9 MSEK
EBITDA-RESULTAT
UNDER Q3-23

Astor Groups bruttomarginal uppgick till 57 % (58) under det tredje kvartalet, där bruttoresultatet uppgick till 12,4 MSEK (8,2), vilket är marginellt lägre än motsvarande period föregående år. Rörelseresultatet på EBITDA-nivå (inkl. aktiverat arbete) uppgick till 1,9 MSEK (-0,9) och motsvarar en EBITDA-marginal om cirka 8 %. Vid jämförelse mot föregående kvartal (Q2-23) har Astor Group levererat en resultatförbättring (EBITDA) om ca 3 MSEK, vilken uppgick till -1,2 MSEK. Exkluderat för aktiverat arbete uppgick EBITDA-resultatet till 1,0 MSEK; vilket motsvarar en EBITDA-marginal om cirka 4 %. Rörelseresultatet på EBIT-nivå (inkl. aktiverat arbete) uppgick till 1,0 MSEK (-1,6) under Q3-23, motsvarande en EBIT-marginal om cirka 4 %. Förklaringen till det positiva rörelseresultatet är att Astor Group har uppvisat en hög tillväxt med god kostnadskontroll, där de totala rörelsekostnaderna (exkl. COGS) uppgick till 11,4 MSEK (10,6) under kvartalet. I jämförelse med föregående kvartal har Bolaget minskat de totala rörelsekostnaderna med cirka 24 %, vilka då uppgick till 15 MSEK. Det ska även tilläggas att Astor Group fortsatt bedriver utvecklingsarbetet av Astor IV samt befinner sig i en expansionsfas, varför det positiva rörelseresultatet utgör en stark prestation, där Bolaget uppvisar hög tillväxt och samtidigt har minskat kostnadsmassan Q-Q. Under kvartalet har även resultatet påverkats av en engångskostnad i form av återbetalning av omställningsstöd till Skatteverket, vilken uppgick till 0,7 MSEK.

Finansiell ställning

6,4 MSEK
KASSA VID
UTGÅNGEN AV
Q3-23

Vid utgången av Q3-23 uppgick kassan (inkl. kortfristig placering) till 6,4 MSEK, vilket kan jämföras mot utgången av föregående kvartal om 5,4 MSEK, motsvarande en ökning om ca 1,0 MSEK. Under kvartalet har kassaflödet från den löpande verksamheten uppgått till ca -7,5 MSEK, förklarat av en ökning av varulagret och övriga fordringar samt en minskning av Bolagets kortfristiga skulder. Totala räntebärande skulder uppgick till 21,1 MSEK, vilket innebär en minskning mot föregående kvartal (Q2-23) om 0,6 MSEK. Dotterbolaget har en checkkredit om 4 MSEK, som är fortsatt outnyttjad.

Sammantaget har Astor Group återigen levererat ett starkt kvartal med hög tillväxt och där Bolaget nu även gör det med ett positivt resultat. En stark leveransförmåga under kvartalet gör att Astor Group kan uppvisa tillväxt både Y-Y och Q-Q, trots höga jämförelsetal mot föregående kvartal (Q2-23). Därutöver uppvisar Astor Group en god kostnadskontroll och därav uppvisar ett positivt rörelseresultat med en EBITDA-marginal om ca 8 % och en EBIT-marginal om ca 4 %. Sammantaget levererar Astor Group en rapport i det övre spannet av Analyst Groups förväntningar. Bolaget uppvisar ett fortsatt högt affärstempo inom kompositverksamheten, vilket bekräftas av den höga orderingången under år 2023, samtidigt som Bolaget flyttar fram positionerna inom verksamheten för elektronisk krigsföring, där Bolaget har utökat affärsrelationerna samtidigt som testverksamheten med samarbetspartnern SDTS fortlöper. Den utgående orderstocken uppgår till 87 MSEK, vilket tillsammans med en utökad produktionskapacitet, bärddar för ett starkt helår 2023 och fortsatt hög tillväxt under år 2024, parallellt som Bolaget är närmare en potentiell kommersialisering av Astor IV, vilket utgör en stark och tydlig värdedrivare framgent.

En överblick av Q3-22

**59 %**

Omsättningstillväxt Y-Y

NETTOOMSÄTTNING

23,1 MSEK

(14,5)

EBITDA

1,9 MSEK

(-0,9)

**8 %**

EBITDA-marginal

**6,4 MSEK (+1,0)**

Kassa (förändring Q-Q)



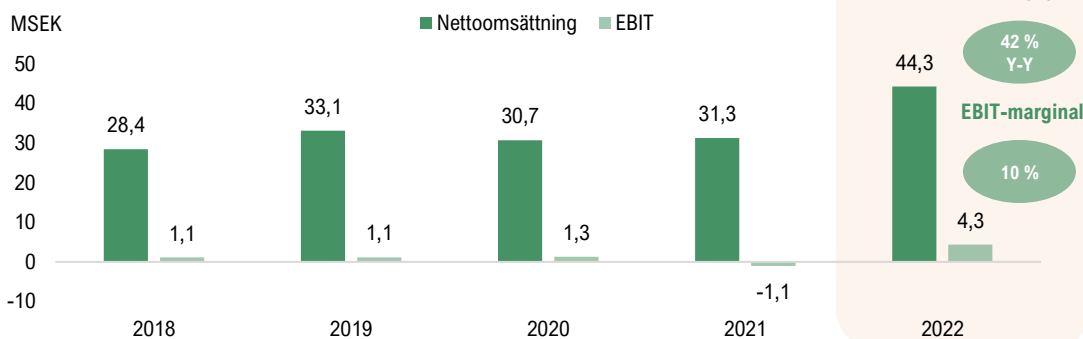
Kommentar förvärv av Mikroponent

Den 8 november meddelade Astor Group att Bolaget har ingått avtal avseende förvärv av samtliga aktie i Mikroponent Aktiebolag ("Mikroponent"). Köpeskillingen uppgår till 30 MSEK, samt en tilläggsköpeskillning om högst 10 MSEK, förutsatt att förutbestämda finansiella mål och villkor uppfylls, varför den totala köpeskillingen uppgår till maximalt 40 MSEK. Förvärvet förväntas slutföras i december månad 2023 och avses finansieras via riktade emissioner och upptagande av lån. Analyst Group ämnar med dessa avsnitt i analysen att ge klarhet i förvärvet av Mikroponent och de riktade emissionerna.

Mikroponent är ett industriföretag baserat i Värnamo och är sedan starten 1973 verksamma inom laserskärning och etsning med hög precision. Mikroponent är underleverantör av specialkomponenter i metall till flera aktörer inom försvarsindustrin, samt även svensk fordonsindustri och medicinteknik. Under helåret 2022 uppgick Mikroponents omsättning till cirka 44 MSEK, varav **intäkter från försvarsapplikationer utgjorde cirka 35 %**. EBIT-resultatet uppgick till 4,3 MSEK, motsvarande en EBIT-marginal om cirka 10 %. Bolaget har idag 27 anställda och har över 50 års erfarenhet inom laserskärning och etsning.

Astor Group har uppvisat sekventiell tillväxt.

Nettoomsättning Q4-22 – Q3-23, LTM



Källa: Analyst Groups prognos och Astor Group

Förvärvet av Mikroponent

Förvärvet avser samtliga aktier i Mikroponent och den initiala köpeskillingen uppgår till 30 MSEK, varav tilläggsköpeskillingen uppgår till maximalt 10 MSEK, baserat på helårsresultatet för år 2023. Uppnår Mikroponent ett EBITDA-resultat överstigande 4 MSEK avser Astor Group att betala 5 MSEK i tilläggsköpeskillning, och om Mikroponents EBITDA-resultat överstiger 4,5 MSEK ökar tilläggsköpeskillingen med 1 MSEK per 0,1 MSEK upp till 5 MSEK i EBITDA. Tilläggsköpeskillingen kan därmed maximalt uppgå till 10 MSEK, och följaktligen kan den totala köpeskillingen uppgå till maximalt 40 MSEK. Baserat på helåret 2022 förvärvas Mikroponent till en värdering om 0,7x-0,9x avseende P/S-multipeln och 7,0x-9,3x avseende EV/EBIT-multipeln, givet att förvärvet görs på kassa- och skuldfri basis. För att ge en fingervisning om värdering för helåret 2023, givet att Mikroponent uppnå ett EBITDA-resultat om 5 MSEK för helåret 2023, vilket motsvarar en total köpeskillingen om 40 MSEK och således en EV/EBITDA-multipel om 8x, givet att förvärvet görs på kassa- och skuldfribasis.

Analyst Group syn på förvärvet av Mikroponent

Genom förvärvet av Mikroponent stärker Astor Group Bolagets positioner som en försvarsindustrigrupp med högteknologisk expertis. Mikroponent har en lång industrihistoria inom laserskärning och etsning, vilket har resulterat i en väletablerad marknadsposition och hög varumärkeskänedom. Därutöver har Mikroponent under en lång tid visat stabila intäktsströmmar med god lönsamhet, där EBIT-marginalen uppgick till cirka 10 % under helåret 2022. Både på intäkts- och lönsamhetssidan har Mikroponent en stark trend, med en tillväxt om 42 % Y-Y under helåret 2022 och med en EBIT-förbättring om 5,4 MSEK. För det första halvåret 2023 uppgick intäkterna till 24,5 MSEK, med ett EBITDA-resultat om 3,8 MSEK, motsvarande en EBITDA-marginal om 15 %. Intäkterna från försvarsindustrin uppgick under H1-23 till 38 % och Mikroponent har därmed en tydlig exponering mot försvarsmarknaden, samtidigt som Astor Groups goda marknadsposition och etablerade kontaktnät inom försvarsmarknaden förväntas kunna utgöra en tydlig tillväxtpotential. Analyst Group anser att Astor Group har förvärvat ett väletablerat bolag med tydlig position inom försvarsindustrin och stärker bolagets position inom industriproduktion.

MIKROPOONENT

Mikroponent	
EBITDA (2023)	Köpeskillning
MSEK	MSEK
<4	30
≥4	35
≥4,5	36
≥4,6	37
≥4,7	38
≥4,8	39
≥4,9	40

MIKROPOONENT

H1-23

Omsättning
24,5 MSEK

EBITDA
3,8 MSEK

EBITDA-marginal
15 %

Kommentar riktade emissioner

Den 9 november meddelade Astor Group att Bolaget har beslutat om att genomföra två riktade emissioner om totalt 2 754 292 units riktade till ett antal nuvarande och nya aktieägare, varav en (1) unit innehåller två (2) aktier och en (1) teckningsoption av serie TO 2. De riktade nyemissionerna är villkorade av extra bolagsstämmas efterföljande godkännande, vilken förväntas äga rum den 27 november. Teckningskursen i de Riktade Nyemissionerna uppgår till 13,20 kronor per unit, motsvarande 6,60 kronor per aktie, och har fastställts genom ett accelererat bookbuilding-förfarande. Teckningskursen motsvarar en rabatt om cirka 15,3 % i förhållande till den volymviktade genomsnittskursen (VWAP) för Bolagets aktie på Spotlight Stock Market under perioden 26 oktober 2023 – 8 november 2023, och en rabatt om cirka 28,3 % i förhållande till stängningskursen den 8 november 2023 (9,2 kr).

Den första riktade emissionen omfattar 2 617 402 units, motsvarande 5 234 804 aktier, och riktades till Nowo Global Fund, AD Trä AB och Ola Gustafsson. Emissionen innebär en total emissionsvolym om 34,5 MSEK, samt innebär en utspädning om cirka 16 % av kapitalet för befintliga aktieägare som inte deltog i emission.

STYRELSE OCH LEDNING TECKNAR I EMISSIONEN

Den andra riktade emissionen omfattar 136 890 units, motsvarande 273 780 aktier, och till Bolagets styrelse och ledning, vilket inkluderar Wictor Billström, Kristoffer Weywadt, adjungerande Ola Alfredsson, och Odd Werin, samt Senior advisor Anders Grenstad. Den andra riktade emission innebär en total emissionsvolym om 1,8 MSEK, samt innebär en utspädning om cirka 1 % av kapitalet för befintliga aktieägare som inte deltog i emission.

ASTOR GROUP TILLFÖRS 36,4 MSEK

Utspädningen för befintliga aktieägare som inte deltog i emission uppgår därmed totalt till cirka 16,8 % och innebär att antalet totala aktie öka från 27 238 369 aktier till totalt 32 746 953 vid genomförande av båda riktade emissionerna, vilket totalt avser en ökning om 5 508 584 aktier. **Emissionsvolym (exklusive TO2) uppgår därmed till totalt 36,4 MSEK före emissionskostnader.**

ASTOR GROUP FÖRVÄNTAS YTTERLIGARE TILLFÖRAS 18,2 MSEK UNDER Q2-24

Därutöver innefattar de riktade emissionerna en teckningsoption av serie TO 2, vilket berättigar innehavaren till teckning av en (1) ny aktie. Teckningskursen motsvarar 70 % av den genomsnittliga volymvägda kursen för aktien under en period om tio (10) handelsdagar som slutar två (2) handelsdagar innan nyttjandeperioden börjar, dock lägst teckningskursen i de Riktade Nyemissionerna och högst 150 procent av teckningskursen i de Riktade Nyemissionerna. Teckningsperioden av serie TO 2 avses äga rum under perioden från och med den 13 maj 2024 till och med den 30 maj 2024. Vid fullt utnyttjande av samtliga teckningsoptioner av serie TO 2, kommer antalet aktier öka med 2 754 292 aktier och motsvarar en ytterligare emissionsvolym från cirka 18,2 till 27,3 MSEK, samt innebär en utspädning om cirka 7,8 % av kapitalet för befintliga aktieägare som inte deltog i emission.

Astor Group säkerställer finansiering till förvärvet av Mikroponent och nödvändigt rörelsekapital.

Emissionsvillkor i riktade emissioner och emissionsvolym



Analyst Group syn på den externa kapitalanskaffningen

De riktade emissionerna och tillhörande teckningsoptioner görs i syfte att delfinansiera Mikroponent, varpå de riktade emissionerna innefattar en emissionsvolym om 36,4 MSEK, medan den initiala köpeskillingen uppgår till 30 MSEK. Därutöver innebär teckningsoptionen (TO 2) att Astor Group kan tillföras ytterligare 18-27 MSEK under Q2-23, vilket med marginal täcker en eventuell tilläggsköpeskillning, vilket kan maximalt uppgå till 10 MSEK och minskar risken för ytterligare extern kapitalanskaffning framgent. De riktade emissionerna visar på ett högt intresse i Astor Group, samt Bolagets förmåga att effektivt tillföra kapital, vilket även vidimeras av att en aktivt förvaltd fond kommer in som ägare. Analyst Group ser även positivt på att ledning och styrelse tecknar cirka 5 % av emissionsvolym, motsvarande 1,8 MSEK.

**ASTOR GROUP
FÖRVÄNTAS
KAPITALISERA PÅ
FÖRSVARSMARKNADEN**

**ASTOR GROUP
UPPVISAR EN
TILLVÄXT Y-Y OM
59 %**

**ÅR 2026
OMSÄTTNING
≥400 MSEK
EBITDA
≥15%**

**10,6 KR
PER AKTIE I BASE
SCENARIO**

Ökade försvarsbudgetar skapar en underliggande tillväxt

Astor Group är en försvarsinriktad koncern och inom affärsområdet elektronisk krigföring möjliggör Astor Group övning och tester med störsändning, vilket med Astor IV kan hanteras på flera radarfrekvensband simultant. Elektronisk krigföring, även kallad telekrigföring, innebär att upptäcka och/eller störa elektromagnetiska signaler, vanligtvis radar- eller kommunikationssignaler, vilket bland annat används för att skydda flygplan, helikoptrar, fartyg eller robotar. Nya applikationer och produkter utvecklas kontinuerligt vilket förändrar krigföringen, där elektronisk krigföring blir både vanligare och viktigare. Det säkerhetspolitiska läget har blivit allt mer spänt i och med kriget i Ukraina, vilket har aktualiserat försvars- och samhällsberedskapsfrågor, något som har lett till kraftigt ökade försvarsbudgetar i Sverige, men även inom de flesta EU-/NATO-länderna, där försvarsanslag inte styrs av den allmänna konjunkturläget, utan styrs i större utsträckning av graden geopolitisk osäkerhet. Ett svenskt NATO-godkännande bör betraktas som en stark trigger för noterade bolag som adresserar försvarssektorn. Under juli månad nådde Sverige en uppgörelse med Turkiet som innebär att Sverige närmare sig ett NATO-medlemskap. Astor Group är exponerad mot den växande försvarsmarknaden, dels inom radarstörning genom den väntade kommersialiseringen av Astor IV, dels eftermarknad med service och uppgradering av redan levererade radarstörningssystem, samt kompositdelar till försvarsmateriel.

Stark marknadsposition inom komposit bidrar med stabila kassaflöden

Verksamheten inom industriproduktion består idag av dotterbolagen Marstrom Composite och JPC Composite inom komposit, samt Mikroponent inom Laserskärning. Dotterbolagen förväntas skapa synergier genom att effektivisera och optimera produktion, leveransförmåga och marknadsbearbetning. Under Q3-23 uppvisade Astor Group en tillväxt om 59 % Y-Y, varpå nettoomsättningen uppgick till 23,1 MSEK, där intäktsökning i synnerhet härleds till kompositverksamheten. Astor Groups kompositverksamhet är inriktad mot kolfiber som idag används inom många industrier och där användningsområdet breddas kontinuerligt, eftersom materialet är starkt och besitter hög draghållfasthet, låg vikt och är temperaturtolerant. Inom komposit är dotterbolagen tillsammans ledande inom sitt segment och med en större verksamhet ges även möjligheten till att vinna nya marknadsandelar och bearbeta nya segment på en än så länge fragmenterad marknad.

Astor Groups finansiella målsättning år 2026

Astor Groups styrelse fastställde under Q3-23 en ny finansiell målsättning som redan efter två kvartal ersätter de tidigare finansiella målen som kommunicerades i samband med noteringen (januari), vilka tidigare innefattade en årlig tillväxt om 10-15 % organiskt och via förvärv, med en positiv EBITDA-resultat. De nya finansiella målen innefattar en omsättning om minst 400 MSEK år 2026, med ett EBITDA-marginal om minst 15 %. Den nya finansiella målsättningen bekräftar den starka utveckling inom koncernen och påvisar en tilltro från Bolaget på fortsatt starkt momentum framgent.

Sammanfattad prognos och värdering

I ett Base scenario estimeras industriproduktion bidra positivt till koncernens EBITDA-resultat för helåret 2023 med ca 14 MSEK, vilket utifrån en målmultipl om EV/EBITDA 14,5x, ger ett Enterprise Value om 204 MSEK för affärsbenet. Affärsområdet för övningsutrustning för elektronisk krigföring estimeras omsätta 79 MSEK år 2024, där en *forward*-multipl om EV/S 2,2x appliceras vilket, givet en diskonteringsränta om 12 %, leder till ett Enterprise Value om 177 MSEK omkring årsskiftet 2023/2024. Med hänsyn till värderingen av de båda affärsområdena, såväl som ett antagande om en konstant nettoskuld om cirka 15 MSEK, härleds ett potentiellt bolagsvärde om 348 (235) MSEK, motsvarande 10,6 (8,6) SEK per aktie, i ett Base scenario, med hänsyn tagen för de riktade emissionerna.¹

Riktade emissioner och TO 2 säkerställer rörelsekapital under en expansiv fas

Astor Group annonserade under november månad riktade emissioner, vilket förväntas tillföra Bolaget ca 36 MSEK före emissionskostnader. Därutöver innefattar de riktade emissionerna även en teckningsoption om serie TO 2, vilket ytterligare kan stärka kassan med 18-27 MSEK beroende på teckningskurs. Kapitalet från TO 2 innebär även en betydligt minskad risk för ytterligare kapitalbehov under år 2024, oavsett nivå på tilläggsköpeskilling vid förvärvet av Mikroponent. Sammantaget finansierar Astor Group förvärvet av Mikroponent och stärker rörelsekapitalet genom de riktade emissionerna. Kassan uppgick vid utgången av Q3-23 till 6,4 MSEK, vilket kan jämföras mot utgången av Q2-23 om 5,4 MSEK.

¹ Inklusive riktade emissioner under november månad 2023, men exklusive TO 2. Antalet aktier uppgår därmed till 32 746 953.

Bolagsbeskrivning



Urval av kunder
inom komposit

BAE SYSTEMS

CANDELA

Astor III och IIIM har
tidigare levererats till



SAMARBETSAVTAL
MED SDTS

Astor Group är en svensk försvars- och industrikoncern. Bolagets dotterbolag är verksamma inom två affärsområden, industriproduktion och elektronisk krigföring, förkortat EW (*Electronic Warfare*).

Industriproduktion

Bolagets verksamhet inom industriproduktion utgörs av inriktning inom komposit och precision teknik. Dotterbolagen Marstrom Composite och JPC Composite är verksamma inom kompositmarknaden och tillverkar i synnerhet produkter i kolfiber till den maritima näringen, försvarsindustrin, flyg- och fordonsindustrin. Marstrom Composite förvärvades april 2022, vilka har sitt säte och tillverkning i Västervik. Astor Group förvärvade år 2018 60 % av JPC Composite och under april år 2022 resterande del, vilka har sitt säte och tillverkning i Avesta. Bolagen samordnas och utgörs tillsammans en ledande aktör inom kompositmarknaden, med produktion både i Västervik och Avesta. Astor Group avser att bredda positionen inom industriproduktion genom förvärv av Mikroponent, verksamma inom laserskärning och etsning.

Utrustning för elektronisk krigföring

Inom affärsområdet för elektronisk krigföring utvecklar, tillverkar och säljer Bolaget system för radarstörning för övning, tester och operativ användning. Dotterbolaget My-Konsult Teknik är inriktat mot den svenska marknaden, medan My-Konsult System är inriktat mot den internationella marknaden. Astor Group har tidigare levererat teknikgeneratorer för radarstörning, Astor III och Astor IIIM, till Försvarmakten (FM) och Försvarmaktens Materielverk (FMV). Den tidigare teknikgeneratorn Astor III kan hantera ett (1) radarfrekvensband i taget med ett Digitalt Radiofrekvent minne (DRFM) medan Astor IIIM har utvecklats med två DRFM. Idag utvecklar Bolaget ett komplett störsystem, med antenner för mottagning och sändning, teknikgeneratorer och styrenhet, Astor IV. Det är i första hand en flygburen applikation med samtidig lyssning och störsändning inom flera radarfrekvensband. Systemet har mycket hög känslighet och utnyttjar upp till 8 DRFM och bedöms vara unikt på marknaden. Tidigare levererade ASTOR enheter har beställts av svenska myndigheter inom försvar och samhällsberedskap, vilka Bolaget idag levererar eftermarknadstjänster till, såsom service och uppgradering.

Strategisk utsikt

Astor Group utvecklar som nämnt Astor IV, ett **radarstörningssystem**, där Bolaget har tecknat ett samarbetsavtal med franska SDTS, varav respektive part står för sina utvecklingskostnader. Projektet är godkänt av DIA (*Defence Innovation Agency*), som ligger under det franska försvarets materielverk DGA (*Directorate General of Armaments*), vilka stödjer den franska delen. Astor Group meddelade under juni månad att Astor IV levererats för flygtester i Frankrike, där en omfattande fas med integrering och tester kommer genomföras enligt plan av SDTS och deras kund. Givet positiva resultat från testflygningen där bedömningen kan göras att Astor IV är funktionellt, kommer systemet kommersialiseras. Nya metoder i krig blir allt vanligare och elektronisk krigföring är en del av den nya krigföringen, vilket skapar behov för länder och privata aktörer inom försvarssektorn att öva, motstå och testa modern radarstörning. Samtidigt har kriget i Ukraina förhöjt hotbilden och skapat ett mer spänt säkerhetspolitiskt läge, vilket har resulterat i ett ökat försvars- och samhällsberedskapsfokus, bland annat inom EU, NATO och Sverige, där länders försvarsanslag har ökat. Astor Group adresserar idag den svenska och europeiska marknaden genom certifiering och regulatoriskt godkännande. Sverige ansöker om medlemskap i NATO och Turkiet förväntas ratificera Sverige under H2-23 eller under inledningen av 2024, vilket skulle bredda Astor Groups marknad till NATOs medlemsländer, däribland USA och Kanada.

Vad gäller den svenska **kompositmarknaden** är denna fragmenterad, där marknaden idag består av många mindre eller medelstora aktörer. Marstrom Composite tillsammans med JPC Composite utgör en av de ledande aktörerna inom segmentet. Genom samordning och utvidgad produktionskapacitet har Astor Group möjlighet att vidga kunderbjudandet, uppnå skalfördelar och bredda marknadsbearbetningen, och därigenom vinna marknadsandelar. Kompositverksamheten är i synnerhet inriktade mot kolfiber, vars användningsområde är brett och används bland annat för klimatsmarta lösningar.

2007

Första leveransen
av Astor III



2018

60 % av JPC
Composite
förvärfas



2022

Marstrom
Composite
förvärfas



2022

Resterande 40 %
av JPC Composite
förvärfas



2023-2024

Testflygning och
kommersialisering
av Astor IV





21,7 MDUSD
ESTIMERAD
MARKNADS-
STORLEK 2032

Astor Group är både verksamma inom kompositmarknaden och försvarsindustrin. Inom kompositmarknaden är Astor Group verksamma genom dotterbolagen Marstrom Composite och JPC Composite, bolagen samordnas idag och är tillsammans en av de ledande tillverkarna inom branschen. Bolaget levererar till internationella kunder, såsom Xcuip, Xtenders och TurnTime Technologies, men är primärt verksamma på den svenska och europeiska marknaden. Den svenska marknaden är fragmenterad med flertalet mindre aktörer vilka oftast är specialiserade inom olika segment.

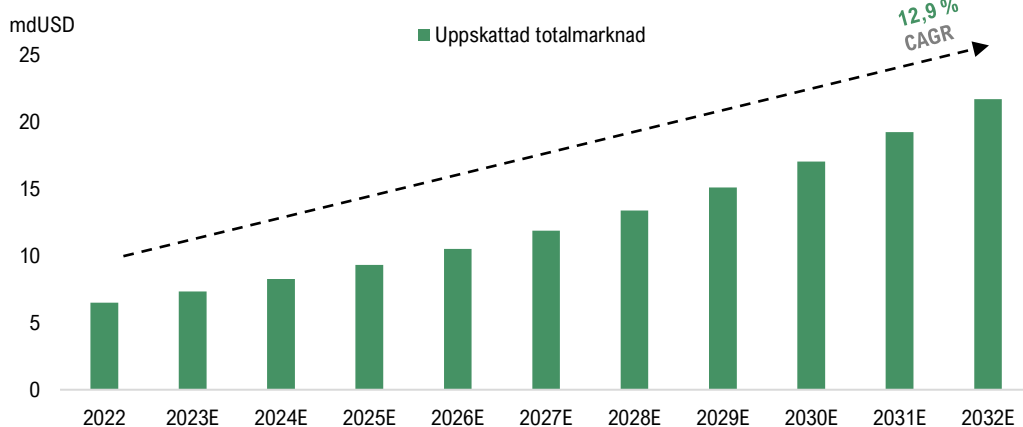
Inom affärsområdet för elektronisk krigföring har Bolaget tidigare sålt system för radarstörning till FM/FMV, samtidigt som ett system har leasats till Nederländerna. År 2016 slöts det första internationella kontraktet, varav den första ordern av Astor IV skulle gå till Schweiz. Ordern avbröts dock i förtid eftersom det tilltänka flygplanet som skulle bära störgeneratoren såldes till USA. Idag har Bolaget ett samarbetsavtal med SDTS i Frankrike för utveckling och testning av Astor IV, varav den franska försvarsmaterielverk DGA har godkänt projektet och stödjer SDTS. Astor IV har fått internationellt intresse eftersom det idag inte finns något känt system som kan lyssna in radarsignaler och samtidigt störsända på flera radarfrekvensband samtidigt.

Marknaden för kompositprodukter

Den globala kompositmarknaden värderades under år 2021 till 88 mdUSD och förväntas växa med en CAGR om 7,6 % tills år 2026, för att då nå ett marknadsvärde om 126 mdUSD. En ökad efterfrågan av kompositprodukter inom vindkraft, flygplansindustrin och försvarsindustrin förväntas vara de primära drivarna. Astor Group är en del av marknaden genom att primärt utveckla och producera produkter av kolfiber. Den globala kolfibermarknaden, som ingår inom den globala kompositmarknaden, värderades till 6,5 mdUSD 2022 och förväntas nå ett marknadsvärde om 21,7 mdUSD år 2032, vilket motsvarar en CAGR om 12,9 %. Tillväxten inom kolfibermarknaden härrör ur materialets attribut, vilket är att kolfiber besitter hög draghållfasthet, är temperaturlämplig och innehar utmärkande termisk expansion, samtidigt som materialet besitter en låg vikt och är starkt. Materialets attribut gör det till ett användbart material inom flygindustrin, fordonsindustrin och vindkraftverk för att nämna några, där låg vikt bidrar till att höja prestandan eller spara energi, varför detta lämpar sig väl för användning inom klimatsmarta lösningar. Under år 2022 stod flyg- och försvarsindustrin för 44,2 % av den totala kolfibermarknaden och segmentet förväntas växa med en CAGR om 11,6 % fram tills år 2032. Astor Group adresserar idag primärt den maritima sektorn, försvarsindustrin och flyg- och fordonsindustrin. Samtidigt levererar Bolaget till kunder med specifika krav på produkter inom befintliga segment, varför Bolaget framgent kan adressera fler krävande kunder, som exempelvis inom rymd- och raketindustrin och/eller nya segment som växer fram i och med materialets fördelar.

Kolfibermarknaden beräknas växa med en CAGR om 12,9 % fram tills år 2032

Uppskattad totalmarknad för den globala kolfibermarknaden, 2022 – 2032E



Källa: Markets and Markets

Marknaden för elektronisk krigföring

Astor Group affärsområde inom elektronisk krigföring riktar sig primärt till kunder inom försvarssektorn med uppgift att öva och/eller testa störsändning, samt för taktiska insatser, vilket främst utövas av myndigheter som ansvarar för länders försvar, men kan likväl hanteras av privata aktörer.

Astor Group har idag ett etablerat samarbete med FM/FMV, då Bolaget tidigare har levererat radarstörningssystem, varför den svenska marknaden hittills har varit den primära fokusmarknaden. De tidigare levererade versionerna av radarstörningssystemet används idag inom övning och testning hos Försvarsmakten, i och med att Bolaget nu utvecklar Astor IV bör de redan etablerade relationerna med Försvarsmakten underlätta försäljningen framgent, varför den svenska marknaden är fortsatt viktig. Bolaget har även fått internationell uppmärksamhet genom Astor IV eftersom systemet både kan lyssna in radiosignaler såväl som störsända inom flera radarfrekvensband samtidigt, vilket görs med hjälp av flera störgeneratorer. Bolaget är regulatoriskt godkända för att leverera system inom EU, vilket gör det till en adresserbar marknad. Vid ett NATO-medlemskap för Sverige öppnas även marknaden till de länder som ingår i NATO, därav förväntas ett NATO-godkännande för Sverige att gynna Astor Group då det vidgar den adresserbara marknaden.

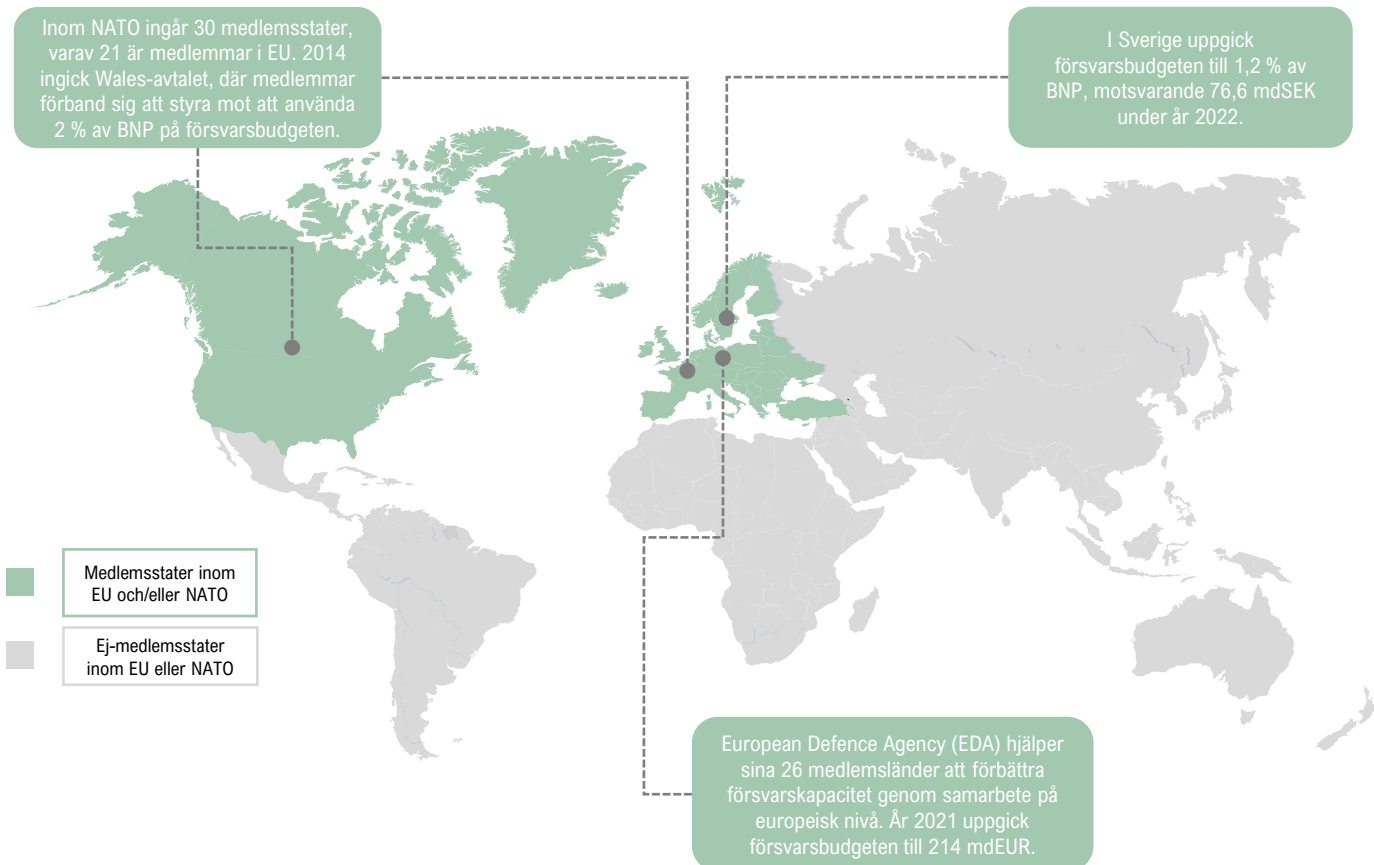
37,6 MDUSD
ESTIMERAD
MARKNADS-
STORLEK 2026

**FÖRSVARSS-
UTGIFTER ÖKAR
GLOBALT**

Den globala marknaden för elektroniska krigföring värderades under år 2021 till 23,5 mdUSD och förväntas växa med en CAGR om 5,6 % tills år 2029, för att då nå ett marknadsvärde om 37,6 mdUSD år 2026, enligt Fortune Business Insights. Inom Sverige, men även globalt, har försvarsbudgeterna generellt ökat, vilket är en effekt av ett spånt säkerhetspolitiskt läge och en ökad global hotbild. Kriget i Ukraina har och är ännu en kraftigt påverkande faktor, vilket bland annat har bidragit till att Sverige och Finland har ansökt om medlemskap i NATO. Försvarsutgifterna ökar globalt och USA, EU och NATO har bidragit med stöd till Ukraina. Ökade försvarsutgifter innebär större inköp av försvarsmateriel, där flera länder står inför både upprustning och modernisering av sitt försvar. Användandet av elektronisk krigföring förväntas därav att öka, men även för att nya metoder används inom krig som exempelvis hybridkrigföring och asymmetrisk krigföring, där elektroniska system används i större utsträckning. I illustrationen är medlemsstater inom EU och NATO grönmarkerade, vilka utgör den adresserbara marknaden.

Sveriges försvarsbudget uppgick till 76,6 mdSEK under året 2022.

Illustration över medlemsländer inom NATO och EU, samt information om NATO, EDA och Sverige

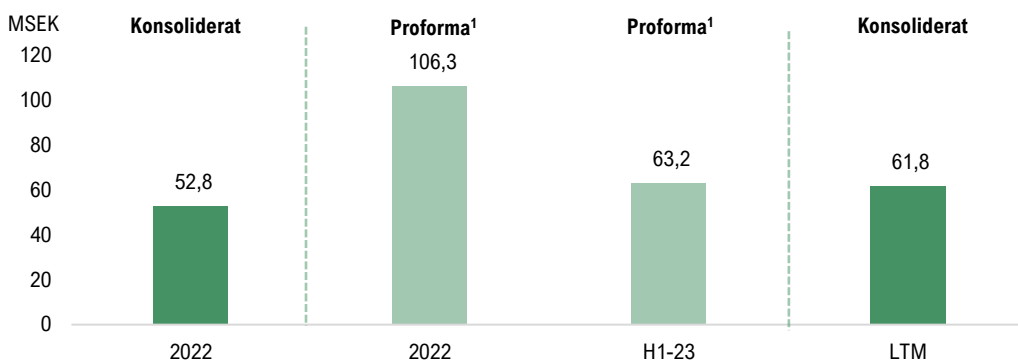


Källa: Försvarsmakten, EDA och NATO

Under april 2022 tillträdde Astor Group dotterbolaget Marstrom Composite, såväl som resterande 40 % av JPC Composite, vilket innebär att dotterbolagen är fullt konsoliderade i räkenskaperna från och med april 2022. Astor Group nettoomsättning uppgick till 23,1 MSEK under Q3-23, motsvarande en tillväxt om 59 % Y-Y och 4 % Q-Q. För helåret 2022 uppgick Astor Groups konsoliderade nettoomsättning till 52,8 MSEK. Därutöver meddelade Astor Group att dotterbolaget Marstrom Composite omsättning för helåret 2022 uppgick till cirka 55 MSEK. Under november månad 2023 meddelade även Astor Group att Bolaget avser att förvärva Mikroponent, vilka omsatte cirka 44 MSEK (31,3) under helåret 2022, motsvarande en tillväxt om 42 %, och 24,5 MSEK under första halvåret 2023.

Koncernen uppvisar hög tillväxt under år 2022 och hittills under år 2023.

Historisk nettoomsättning proforma 2022 och H1-23, konsoliderat 2022 och LTM (Q4-22 – Q3-23)



Källa: Analyst Groups prognos

Omsättningsprognos: industriproduktion

Astor Groups affärsområde inom industriproduktion avser två dotterbolag Marstrom Composite och JPC Composite verksamma inom komposit, samt företaget Mikroponent som avses att förvärfvas under december månad 2023. Mikroponent är ett industribolag inom laserskärning och etsning med hög precision, där bolaget tillverkar specialkomponenter i metall inom försvars-, fordon- och medicintekniks-marknaden. Verksamheten inom komposit står för den största delen av affärsområdet, varav dotterbolagen är primärt inriktade mot den maritima näringen, försvarsindustrin, flyg- och fordonsindustrin samt övrig industri vilket exempelvis kan utgöras av bärramar för skogsmaskiner eller rotorblad på vindkraftverk. Astor Group har samordnat Marstrom Composite och JPC Composite för att optimera produktion och marknadsbearbetning, varav utbyggnad av produktionskapaciteten förväntas ske under år 2023 och 2024. Ett steg i samordningen togs när JPC Composite expanderade verksamheten till större lokaler under Q3-23. Kompositverksamheten har uppvisat ett högt tempo under år 2023, vilket bekräftas av att orderingen för hela koncernen uppgick till ca 65 MSEK (52) under Q2- och Q3-23. Senaste rapporterad orderstock uppgick till 96 MSEK, vilket var den 8 november 2023. Vid genomförande av förvärfvet av Mikroponent uppgår den senaste rapporterade orderstocken till 113,5 MSEK, varav Mikroponent innehar en orderstock om 17,5 MSEK i början av november månad 2023.

Tillsammans är Marstrom Composite och JPC Composite en av de ledande aktörerna inom sitt segment, därtill ska det tilläggas att marknaden för komposit är fragmenterad. Kompositområdet utgjorde ca 83 % av Astor Groups intäkter under de nio första månaderna 2022, motsvarande ca 34,1 MSEK. Astor Group rapporterar inte intäkter per segment, men komposit estimeras utgöra den största delen av intäktsföring under år 2023. Den maritima näringen utgjorde under år 2022 ca 60 % av intäkterna inom affärsområdet, försvarsdelen för 20 %, flyg- och fordonsindustri för 10 % och övrig industri för resterande 10 %. Inom den maritima näringen tillverkas i synnerhet master och riggar för segelfartyg. Bolaget har en ökad tillströmning från olika typer av kunder, varav Astor Group nyligen har avtalat ett nytt samarbete med den elektriska båtillverkaren Candela, vilket påvisar materialets breda användningsområde och höga kvalitet. Inom flera verksamhetsområden, däribland elektrifiering av fordon och båtar, efterfrågas ett tåligt, starkt och lätt material, komposit besitter dessa egenskaper av att både vara ett starkt material med hög varaktighet, samtidigt som det har en lägre vikt än jämförbara material vilket optimerar prestanda, räckvidd och kan spara energi. Marstrom Composite har under år 2022 påvisat en stark tillväxt och genom att samordna verksamheten med JPC Composite förväntas bolagen dels kunna optimera marknadsbearbetning för att ytterligare stärka kundbasen, dels optimera produktionen för att bibehålla hög kvalitet och leveransförmåga.

¹ Observera att proforma (inkl. Mikroponent) för Astor Group 2022 endast utgör en beräkning genomförd av Analyst Group för att ge en fingervisning och det faktiska utfallet kan avvika. Proforma är baserat Astor Groups Q4-rapport, memorandumet i samband med noteringen januari 2023 samt pressmeddelandet i samband med förvärfvet av Mikroponent.

113,5 MSEK
ORDERSTOCK I
NOVEMBER
MÅNAD

INTÄKTER FRÅN FÖRSVAR- INDUSTRI FÖRVÄNTAS DRIVA TILLVÄXTEN

~64 %
CAGR
(2022-2025)
INOM INDUSTRI-
PRODUKTION

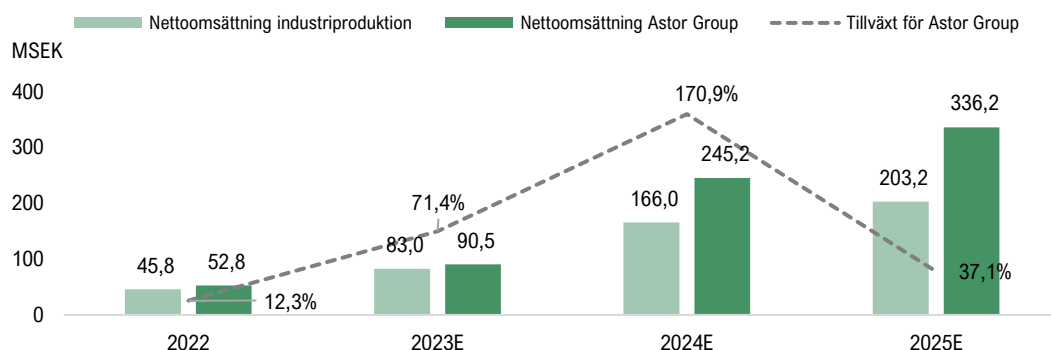
Genom kompositverksamheten levererar även Astor Group komposit till försvarsindustrin, exempelvis pjäskupolen till BAE Systems 40 mm. Genom ökad geopolitisk oro och ett skärpt säkerhetspolitiskt läge, däribland kriget i Ukraina, har länders försvarsbudgetar ökat, vilket även är fallet i Sverige. Leverans av komposit till försvarsindustrin förväntas succesivt skalas upp och därav utgöra en större andel av intäkterna inom affärsområdet framgent. Hittills har försvarsindustrin som nämnt utgjort ca 20 % av intäkterna från affärsområdet, vilket vi räknar med kommer öka till ca 30 % under år 2024. På sikt ser vi det även som möjligt att Astor Group kan komma att adressera helt nya industrier, exempelvis rymdindustrin eller bredare infrastruktur.

Mikroponent förväntas bli konsoliderat i räkenskapen från december månad 2023, varför dotterbolaget förväntas ge en marginell effekt på Astor Groups helår 2023. Under H1-23 uppgick företags intäkter till 24,5 MSEK och andelen från försvar uppgick till 38 %. Genom Astor Groups goda kontaktnät inom försvarsindustrin och redan etablerade marknadsposition, i kombination med en stark orderbok, estimeras Mikroponent uppvisa en CAGR om cirka 15 %, varav försäljning mot försvar förväntas driva tillväxten.

Givet en ökad produktionstakt och framgångsrik samordning av Marstrom Composite och JPC Composite, i kombination med stabil tillväxt inom Mikroponent, förväntas affärsområdet växa med en CAGR om ca 64 % mellan åren 2022-2025. För helåret 2024 prognostiseras intäkterna inom affärsområdet uppgå till ca 166 MSEK, vilket bl.a. förväntas drivas av en stark tillväxt inom försvarsindustrin och den maritima näringen, vilket likväl bekräftas av den höga ordergång och orderstocken under år 2023.

Industriproduktion förväntas växa med en CAGR om ca 64 % (2022-2025).

Estimerad nettoomsättning verksamheterna inom industriproduktion, såväl som koncernen som helhet, årsbasis



Källa: Analyst Groups prognos

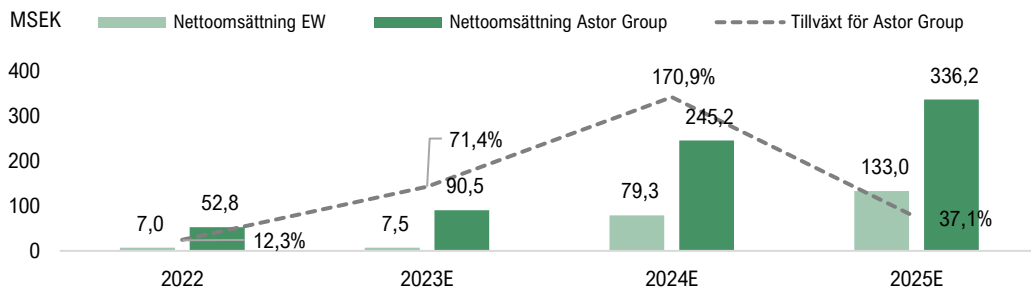
Omsättningsprognos: elektronisk krigföring

Intäkterna från affärsområdet elektronisk krigföring (EW) stod för 14 % under perioden januari - september 2022, vilket motsvarar ca 7 MSEK. Intäkterna inom affärsområdet härleddes till service och uppgradering av tidigare sålda radarstörningssystem (Astor III) till FM/FMV. Totalt har dotterbolaget My-Konsult levererat sju signalgeneratorer, tolv stycken av den tidigare versionen av radarstörningssystemet (Astor III) och en version av systemet Astor IIIM. Astor IV är idag ett utvecklingsprojekt, där ett samarbetsavtal har tecknats med SDTS och vidhållit godkännande av Défence Innovation Agency (DIA). Under år 2023 inleddes omfattande integrering och testning av Astor IV med ett franskt målflygplan (MB-339) för att bära Astor IV. Under 2023-204 förväntas Astor IV att fortsätta testas och givet lyckade resultat förväntas Astor IV att kommersialiseras, vilket skulle innebära ett *Proof-of-Concept* och möjliggör en snabbare väg till försäljning. Ett internationellt godkännande bäddar även för att nå ut till fler länder inom EU och/eller NATO. Astor Group kan erhålla intäkter inom affärsområdet genom att sälja ett system av radarstörning (Astor IV), vilket är beroende av lyckade resultat av testflygningen och en framgångsrik kommersialisering. Utöver försäljningen av system för radarstörning erhåller Astor Group även intäkter via ramavtal med FMV och FM avseende eftermarknad, såsom service och uppgradering av tidigare levererade system, vilket initialt uppgår till 10,8 MSEK. Analyst Group estimerar att ett radarstörningssystem av Astor IV skulle innebära intäkter mellan 50 – 80 MSEK, inkluderat service och eftermarknad. Införsäljningstiden är däremot lång, delvis förklarad av regulatoriska krav. Analyst Group förväntar sig intäkter från service och uppgraderingen till FM/FMV under år 2023. I ett Base scenario estimerar Analyst Group att Astor Group säljer det första systemet för radarstörning (Astor IV) under år 2024, givet en framgångsrik kommersialisering. För helåret år 2024 prognostiseras intäkterna inom affärsområdet elektronisk krigföring uppgå till ca 79 MSEK, inkluderat försäljning av ett (1) Astor IV-system samt service och uppgradering till FM/FMV.

50-80 MSEK
PER SYSTEM
ASTOR IV

Första försäljningen av Astor IV förväntas säljas år 2024.

Estimerad nettoomsättning från verksamheten elektronisk krigföring, såväl som koncernen som helhet, årsbasis



Källa: Analyst Groups prognos

Givet härledda prognoser för Astor Groups båda affärsben, estimeras koncernen uppvisa en nettoomsättning om 90,5 MSEK under helåret 2023, motsvarande en tillväxt om ca 71 % Y-Y (konsoliderade siffror). Genom utökad produktionstakt och samordning av dotterbolagen inom industriproduktion förväntas affärsområdet skalas upp och vinna marknadsandelar på en idag fragmenterad marknad. Parallellt drivs utvecklingsprojektet med Astor IV, vilket skapar möjlighet till att öka Astor Groups intäkter väsentligt under kommande år, där en lyckad testflygning och kommersialisering är av stor betydelse.

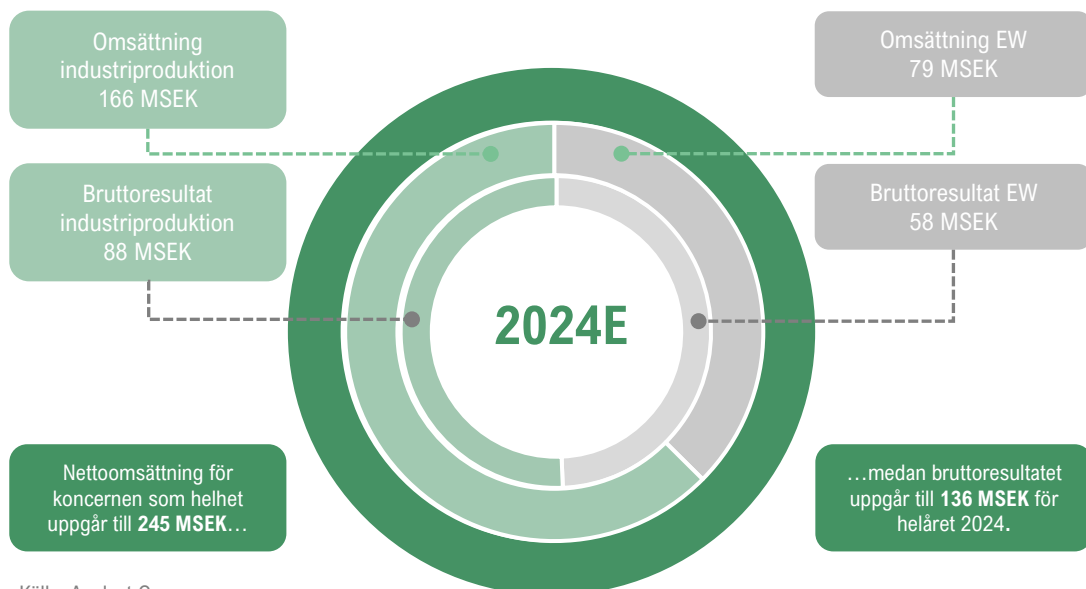
Bruttokostnader

Astor Groups bruttokostnader är hänförliga till materialkostnader. Under helåret 2022 uppgick bruttoresultatet till 29 MSEK, motsvarande en bruttomarginal om ca 52 %. Analyst Group estimerar en högre bruttomarginal för dotterbolagen inom komposit under år 2024, förklarad av samordnade inköp mellan dotterbolagen Marstrom Composite och JPC Composite, medan Mikroponent estimeras nå en bruttomarginal om cirka 30 % år 2024. Under helåret 2024 förväntas intäkterna öka där en försäljning av ett första Astor IV-system är en stark drivare, vilket givet systemets tillverkningskostnad, förväntas bidra till en högre bruttomarginal för koncernen. För helåret 2024 estimeras koncernen kunna uppvisa ett bruttoresultat om 136 MSEK, motsvarande en marginal om 55 %.

55%
I BRUTTOMARGINAL
2024

Intäkterna från elektronisk krigföring förväntas ta en större andel 2024E.

Illustration över Astor Groups intäktsfördelning och bruttoresultat för affärsområde industriproduktion och EW 2024E



Källa: Analyst Groups prognos

Rörelsekostnader

Astor Group rörelsekostnader består främst av personalkostnader, vilka uppgick till ca 24 MSEK (konsoliderat) under 2022. Astor Group har idag totalt 62 anställda, varav 52 personer är anställda inom affärsområdet komposit och 12 personer inom affärsområdet för elektronisk krigföring. Därutöver har Mikroponent idag 27 anställda, vilket förväntas bidra till en större kostnadspost. I takt med en hög aktivitet inom industriproduktion under år 2024 som ett resultat av den höga orderingången, förväntas Astor Group öka antalet medarbetare framgent för att kunna upprätthålla en god produktions- och leveransförmåga.



RÖRELSE-
KOSTNADERNA
VÄNTAS ÖKA I
LÄGRE TAKT ÄN
INTÄKTERNA

Inom affärsområdet elektronisk krigföring är Bolaget i slutskedet av utvecklingsarbetet, varav positiva testresultat möjliggör en övergång till en kommersialiseringssfas, vilket förväntas innebära ett högre personalbehov och försäljningsinstatser. Givet detta räknar vi med att Astor Group kommer att öka medarbetarbasen för att arbeta med kommersialiseringen av Astor IV, såväl som uppskalning av verksamheten. Analyst Group prognostiserar att personalkostnaderna uppgår till ca 67 MSEK under helåret 2024, motsvarande en andel av nettoomsättningen om cirka 32 %, varav förvärvet av Mikroponent och kommersialiseringen av Astor IV estimeras driva kostnadsposten.

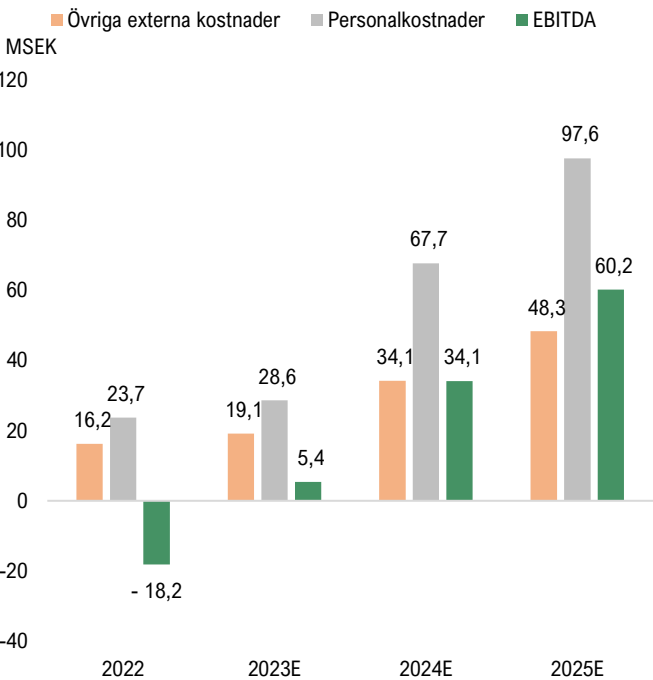
Utöver personalkostnader består rörelse-kostnaderna av övriga externa kostnader, vilka uppgick till 16 MSEK (konsoliderat) under 2022, exkluderat listningskostnader. Engångskostnaderna som redovisas i konsoliderade siffror år 2022 avser listningskostnader och omvärdering av tidigare utvecklingsutgifter, vilka uppgick till 7 MSEK respektive 5,5 MSEK. Övriga externa kostnader består bland annat av lokalkostnader, konsulter, energikostnader, etc., vilka antas öka i takt med ökad marknadsbearbetning, försäljning och produktion. För helåret 2023 estimeras Astor Groups övriga externa kostnader till ca 19 MSEK och för helåret 2024 uppgå till ca 34 MSEK, motsvarande en andel av nettoomsättning om 21 % respektive 14 %. Sammantaget estimeras rörelsekostnaderna, i absoluta tal, att öka under prognosperioden, dock i en lägre takt än försäljningen, vilket förklaras bland annat av synergieffekterna mellan Marstrom Composite och JPC Composite, samt en högre lönsamhet inom affärsområdet elektronisk krigföring vid försäljning av Astor IV. För helåret 2023 prognostiseras de totala rörelsekostnader uppgå till 48 MSEK och för helåret 2024 till 102 MSEK, för koncernen som helhet.

Analyst Group estimerar att Astor Group kommer att öka CAPEX-investeringar under slutet av år 2023, samt under helåret 2024, vilket framförallt kommer avse modernisering av maskinparken i både Västervik och Avesta. Där Västervik avser Marstrom Composite och Avesta avser JPC Composite. I ett längre perspektiv antas investeringarna plana ut och med den grund som läggs under år 2023-204, förväntas koncernen ha bättre möjlighet att skala upp produktionen vid stigande efterfrågan. Då år 2023-2024 förväntas bli ett något mer investeringstungt år än exempelvis 2022, räknar vi med en påverkan även i den löpande rörelsen vilket på kort sikt sätter press på marginalerna. Med hänsyn till detta estimerar vi för år 2023 en EBITDA-marginal om cirka 6,0 %. I takt med att försäljningen skalas upp och behovet av nya investeringar successivt minskar, estimeras marginalerna återigen stiga under andra halvan av år 2024.

Rörelsekostnaderna estimeras plana ut i takt med att nettoomsättningen skalas upp.

Estimerade rörelsekostnader och EBITDA och för Astor Group, 2021 – 2025E

Base scenario (MSEK)	2022 ¹	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	52,8	90,5	245,2	336,2
Övriga rörelseintäkter	2,0	0,2	0,4	0,6
Totala intäkter	54,8	90,7	245,6	336,8
Handelsvaror	-26,1	-37,6	-109,7	-130,7
Bruttoresultat	28,7	53,2	135,9	206,1
Bruttomarginal	52,4%	58,6%	55,3%	61,2%
Övriga externa kostnader	-23,2	-19,1	-34,1	-48,3
Personalkostnader	-23,7	-28,6	-67,7	-97,6
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	-18,2	5,4	34,1	60,2
EBITDA-marginal	-34,4%	6,0%	13,9%	17,9%
Aktiverat arbete ²	12,0	6,0	3,6	0,0
Avskrivningar	-2,9	-4,2	-7,7	-10,0
EBIT	-21,1	1,2	26,4	50,2
EBIT-marginal	-39,9%	1,3%	10,8%	14,9%



¹ Konsoliderade siffror för Astor Group 2022. Övriga externa kostnader för år 2022 inkluderas engångskostnader, såsom listningskostnader och omvärdering av tidigare aktiverade utvecklingsutgifter och upplupna intäkter.
² Inklusive förändring av lager, produkter i arbete m.m.

Värderingen av Astor Group härleds på koncernnivå där en *sum-of-the-parts*-värdering appliceras, innebärande att vardera affärsområde, industriproduktion och elektronisk krigföring, värderas separat för att sedan summeras till en total värdering för koncernen som helhet. För att värdera Astor Groups underliggande affärsområden har en peer-grupp inom respektive affärsområde studerats, det vill säga inom industriproduktion och försvarsindustrin. Även om mognadsgrad, produkt och affärsmodeller skiljt sig något, finns likheter mellan de undersökta bolagen och respektive affärsområde inom Astor Group avseende geografisk marknad, tillväxtutsikter, marginaler, affärsmodell och kundgrupp. Inom affärsområdet industriproduktion har en jämförelse gjorts mot Exel Composite, Hexcel Corp och Xano Industries, medan affärsområdet för elektronisk krigföring har jämförts mot Mildef Group och W5 Solutions.

Nyckeltal (LTM)	Exel Composites ¹	Hexcel Corp ²	Xano Industries	Mildef Group	W5 Solutions	Genomsnitt	Median	Astor Group ³
Enterprise Value	699	65 639	5 540	2 675	1 140	15 139	2 675	299
Börsvärde	362	58 461	4 485	2 404	1 160	13 374	2 404	308
Bruttomarginal	55,2%	24,4%	21,0%	47,7%	56,4%	41%	48%	56,3%
EBITDA marginal	14,1%	19,5%	12,3%	8,1%	16,0%	14%	14%	neg.
Soliditet	23,0%	57,0%	41,0%	56,0%	60,0%	0,47	0,56	37,6%
Skuldsättningsgrad	3,3	0,8	1,4	0,8	0,7	1,4	0,8	1,5
Kapital omsättningshastighet	1,1	0,6	0,8	0,8	0,9	0,8	0,8	3,0
Omsättningstillväxt 1 år	23,7%	19,1%	11,4%	57,2%	24,5%	27%	24%	12,3%
Omsättningstillväxt CAGR (2021A-2024E)	-5,4%	15,1%	18,1%	41,5%	57,2%	25%	18%	72,8%
EBITDA-marginal 2023E	2,0%	22,1%	n.a.	14,3%	18,0%	14%	16%	4,9%

Jämförelsebolag affärsområde industriproduktion



Exel Composites är ett finskt tillverkningsbolag av pultruderade och draglindade kompositprodukter. Bolaget är verksam globalt och har kunder inom ett brett spektrum av industrier och applikationer. Bolagets produkter säljs och används bland annat inom transportindustrin, vindkraftverk, infrastruktur, försvar och byggnadsindustrin. Bolagets kompositmaterial minskar vikten, förbättrar prestandan och minskar de totala livscykelkostnaderna, samtidigt som den ökar energieffektiviteten och stödjer hållbarhet.

362¹
Market Cap (MSEK)

Lista: Small Cap
Helsinki



Hexcel är ett amerikanskt tillverkningsbolag som utvecklar, tillverkar och marknadsför kompositmaterial, kolfiberförstärkningar och konstruerade produkter. Nyckelmarknader är kommersiell flyg-, rymd- och försvarsindustri samt industri som inkluderar vindkraftverk, bilar och fritidsutrustning. Bolaget är verksam över hela världen och har över 5 000 anställda. För helåret 2022 stod flygindustrin för 58 %, rymd- och försvarsindustrin för 29 % och övrig industri för 13 % av bolagets totala intäkter.

58 461²
Market Cap (MSEK)

Lista: NYSE



Xano Industries är ett svenskt industribolag som utvecklar, förvärvar och driver tillverkande verksamheter med produkter och system med tillhörande tjänster. Dess dotterbolag är verksam inom tillverkning och utveckling av industriprodukter och automatiseringsutrustning. Företagets verksamhet är uppdelad i affärsenheterna Industrial solutions, Precision technology och Rotational molding.

5 540
Market Cap (MSEK)

Lista: Mid Cap
Stockholm

Jämförelsebolag affärsområde försvarsindustri



Mildef Group producerar och levererar så kallad taktisk IT bestående av hårdvara, mjukvara och tjänster till framför allt säkerhets- och försvarskunder. Utöver huvudverksamheten erbjuds diverse mervärdetjänster. Bolaget har dotterbolag i Sverige, Finland, Norge, Storbritannien och USA med direkt försäljning och försäljning via partnerföretag till över 30 länder. Verksamheten har genom organisk och förvärvsdriven tillväxt expanderat från Sverige till resten av Norden, USA, Storbritannien.

2 404
Market Cap (MSEK)

Lista: Mid Cap
Stockholm



W5 Solutions levererar teknologiska system, som till största delen är egenutvecklade, till svenska och internationella myndigheter och företag inom försvar samt samhällsskydd. Verksamheten sträcker sig över tre affärsområden: Training & Simulation, Systems & Integration samt Support & Services. Bolaget har en expertis inom utbildning och simulering, uppdragssystem, kommunikation, strömförsörjning och integration. W5 Solutions kärnmarknad är Sverige, men bolaget är även aktivt i Europa och Nordamerika.

1 160
Market Cap (MSEK)

Lista: First North
Stockholm

¹ Baserat på växelkurs EUR/SEK 11,7 per 2023-11-09

² Baserat på växelkurs USD/SEK 10,9 per 2023-11-09

³ Konsoliderade siffror för Astor Group år 2022 och Q3-23.



Värdering affärsområde industriproduktion

Industri- produktion	EV/EBITDA (x)			EV/EBIT (x)			EBITDA margin			Tillväxt YoY		
	LTM	2023E	2024E	LTM	2023E	2024E	LTM	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
Exel Composites	9,2	30,0	4,7	-107,0	-12,5	8,8	5%	2%	11%	2%	-26%	12%
Hexcel Corp	17,5	16,6	13,8	28,9	25,8	19,6	19%	20%	22%	19%	15%	12%
Xano Industries	13,3	11,9	n.a.	19,7	16,2	n.a.	12%	12%	n.a.	11%	n.a.	n.a.
Genomsnitt	13,3	19,5	9,2	-19,5	9,9	14,2	12%	11%	17%	11%	-6%	12%
Scandinavian Astor Group ¹	-16,9	56,9	9,0	neg.	neg.	11,7	-34%	6%	14%	12%	71%	171%

Astor Groups dotterbolag Marstrom Composite, vilket utgör den betydande delen av affärsområdet komposit, har historiskt uppvisat en stabil lönsamhet och förväntas tillsammans med JPC Composite framgent bibehålla en stabil lönsamhet. Därutöver förväntas förvärvet av Mikroponent bibehålla en stabil lönsamhet, dock med generellt lägre marginaler än övrig verksamhet. Under helåret 2023 estimeras affärsområdet elektronisk krigföring minska EBITDA-resultatet för koncernen som helhet, förklarar av utvecklings- och kommersialiseringskostnader för Astor IV. Affärsområdet industriproduktion är i synnerhet uppdelat mellan dotterbolagen inom komposit och laserskärning. Jämförelsebolagen inom komposit utgörs av Exel Composite och Hexcel Corp., vilka erbjuder kompositprodukter likt Marstrom Composite och JPC Composite, samtidigt som den kundgruppen och den adresserbara marknaden är likartade. Båda jämförelsebolagen har historiskt och förväntas även framgent uppvisa en lönsamhet på EBITDA-nivå, med en EBITDA-marginal mellan 9 % och 22 %, varav Astor Groups EBITDA-marginal fluktuerar mellan 6 % och 17 % åren 2022 och 2024. Hexcel Corp. förväntas växa starkare än Exel Composites med en genomsnittlig tillväxt för både företag under helåret 2023 uppgår till -6 %, vilket kan jämföras med Astor Group som förväntas växa 71 %, i synnerhet drivet av högre aktivitet inom kompositverksamheten. Vidare är framförallt Hexcel Corp., men även Exel Composite ett större bolag, både sett till marknadsvärde och intäkter, vilket motiverar en värderingsrabatt. Inom industriproduktion som helhet utgör Xano Industries ett jämförbart bolag, med likartad kundgrupp, produkter och marginaler. Det ska även tilläggas att Xano förvärvade år 2020 bolaget Lasertech inom bolagets affärsområde Precision technology, vilka är verksamma inom industriell 3D-printing och lasersvetsning i metall, bland annat till kunder inom försvar, fordon och medicinteknik. Likt Hexcel Corp. Och Exel Composite, är Xano ett betydligt större bolag, vilket motiverar en värderingsrabatt. Dock estimeras Astor Group både uppvisa högre tillväxt och besitter högre marginaler avseende affärsmodellen, vilket å andra sidan motiverar en värderingspremie. Sammantaget uppgår den genomsnittliga EV/EBITDA-multiplik för de tre jämförelsebolagen år 2023 uppgår till 19,5x. Givet detta appliceras en målmultiplik om EV/EBITDA 14,5x på 2023 års estimerade EBITDA-resultat om 14,1 MSEK², vilket ger ett Enterprise Value om 205 MSEK för affärsområdet inom industriproduktion³.

205 MSEK
ENTERPRISE
VALUE FÖR
INDUSTRI-
PRODUKTION

Värdering affärsområde elektronisk krigföring

Försvarsindustri	P/S (x)			EV/S (x)			EBITDA margin			Sales Growth YoY		
	LTM	2023E	2024E	LTM	2023E	2024E	LTM	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
Mildef Group	2,2	2,1	1,8	2,4	2,3	2,0	8%	14%	15%	57%	57%	15%
W5 Solutions	3,4	2,9	2,1	3,4	2,9	2,1	16%	18%	17%	24%	127%	38%
Genomsnitt	2,8	2,5	2,0	2,9	2,6	2,0	12%	16%	16%	41%	92%	26%
Scandinavian Astor Group ¹	5,7	3,3	1,2	5,8	3,4	1,3	-34%	6%	14%	12%	71%	171%

Affärsområdet elektronisk krigföring bidrog med intäkter om ca 7 MSEK för perioden januari – september 2022, vilka härleds från eftermarknad (service och uppgradering) från redan sålda system. Idag driver affärsområdet ett utvecklingsprojekt för Astor IV, vilket vid försäljning, innebär höga intäkter för Bolaget, estimerat inom spannet 50 – 80 MSEK per system.

¹ Konsoliderade siffror för Astor Group 2022.
² Personalkostnad för dotterbolaget My-Konsult är borträknad från EBITDA.
³ Inklusive Mikroponents estimerade EBITDA.

Försäljning av ett system är beroende på dels testflygningen, som har inletts under år 2023, dels kommersialisering, som kan antingen fördröjas eller vid positiva resultat från testflygningen påbörjas. Närmaste värde drivare är därmed kommersialisering som förväntas genomföras under år 2023-2024. Negativa resultat i samband med testflygningen skulle innebära att utvecklingsarbetet fortsätter och således att kommersialiseringen fördröjs. Dock, om testflygningen genomförs framgångsrikt med positiva resultat antas radarstörningssystemet få internationell uppmärksamhet vilket bäddar för en framgångsrik kommersialisering och möjlighet till att fler system kan köpas in och/eller fler länder blir intresserade. Införsäljningstiden är i regel lång och beroende av regulatoriska krav. Därtill ska det tilläggas att dotterbolagen bakom Astor IV redan har utvecklat radarstörningssystem som har använts från 2007 (Astor III och Astor IIIM), vilket antas förbättra sannolikheten för att nå en kommersialisering av Astor IV.

Astor IV har de facto tidigare sålts till försvarsmakten i Schweiz, vilket var den största ordern i Bolagets historia, vilken dock avbröts i förtid eftersom tilltänkta flygplan som skulle bära radargeneratorm såldes till USA, vilket påvisar det internationella intresse. Vidare, har My-Konsult AB tecknat ett ramavtal med Försvarets materielverk (FMV) och Försvarsmakten (FM) under Q2-23. Ramavtalen avser service och underhåll av tidigare levererad Astor III system. Det totala värdet för avtalen motsvarar 10,8 MSEK och exekveras enligt avropsförfarande. Därutöver besitter Astor Group optioner för förlängning av avtalet med FMV, vilket motsvarar 20 MSEK.

Intäkterna inom affärsområdet elektronisk krigföring är dock idag på relativt låga nivåer, samtidigt som möjligheter finns för att väsentligt skala upp intäkterna, vilket motiverar att värderingen baseras på försäljning, där en EV/S-multipel appliceras. Vad gäller de jämförbara bolagen har dessa en högre mognadsgrad, samt ett högre marknadsvärde såväl som högre intäkter, vilket motiverar en värderingsrabatt för Astor Groups affärsben. Investeringar i försvarsindustrin förväntas att öka, vilket speglas i försäljningsmultiplarna för bolag verksamma inom försvarsindustrin, varav jämförelsebolagens genomsnittliga EV/S-multipel LTM uppgår till 2,9x. För helåret 2024 uppgår den genomsnittliga multiplern för Mildef och W5 Solutions till 2,0x. Givet en framgångsrik kommersialisering av Astor IV under åren 2023-2024, antas Astor Group sälja det första radarstörningssystem under år 2024. Givet detta anser Analyst Group att en *forward*-multipel om EV/S 2,2x är motiverad för helåret 2024. En *forward*-multipel om 2,2x applicerat på 2024 års estimerade omsättning för affärsområdet elektronisk krigföring, uppgående till ca 79 MSEK, motsvarar ett Enterprise Value om 173 MSEK. För att ta höjd för den tidsrisk som finns av händelser som ligger i framtiden och som ännu ej inträffat, appliceras en diskonteringsränta om 12 %, vilket resulterar i ett Enterprise Value om 158 MSEK.

158 MSEK
ENTERPRISE
VALUE FÖR
EW-delen

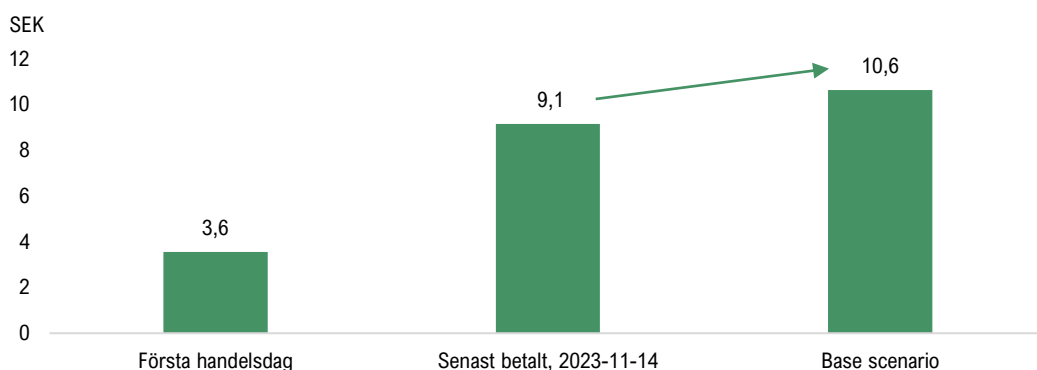
348 MSEK
MARKET CAP
ASTOR GROUP

Sammanfattad värdering

Genom en *sum-of-the-parts*-värdering av verksamheten inom industriproduktion och affärsbenet inom elektronisk krigföring, härleds ett EV om ca 363 MSEK för Astor Group som helhet på 2023 års prognos. Givet en konstant nettoskuld om ca 9 MSEK, motsvarar det ett Market Cap om 348 MSEK, motsvarande 10,6 kr per aktie, i ett Base scenario, med hänsyn till de riktade emissionerna.¹

Illustration av potentiell värdering i ett Base scenario.

Värde per aktie, Base scenario



Källa: Analyst Groups prognos

¹ Inklusive riktade emissioner under november månad 2023, men exklusive TO 2. Antalet aktier uppgår därmed till 32 746 953.

Bull scenario

Följande är ett urval av potentiella värde drivare i ett Bull scenario:

- Astor Groups samordning av dotterbolagen Marstrom Composite och JPC Composite genomförs framgångsrikt med ökad produktionskapacitet, vilket möjliggör en accelererad marknadsbearbetning där Astor Group vinner marknadsandelar. Mikroponent samordnas likväl effektivt i koncernen och växer under stabil lönsamhet. Affärsområdet bibehåller en hög aktivitet, lyckas erhålla nya kunder inom befintliga och nya industrier, samt upprätthåller en god leveranskapacitet.
- Astor Group erhåller positiva resultat från testflygningen med Astor IV under H2-23, vilket möjliggör en kommersialisering. De positiva resultaten medför internationell uppmärksamhet och intresse, vilket resulterar i att det första systemet säljs redan under H2-23 och ytterligare två system under år 2024.
- Astor Group skalar upp verksamheten, vilket görs med god precision som optimerar koncernens leveransförmåga, kvalitet och effektivitet. Samtidigt utvecklas verksamheten med god kostnadskontroll, varav rörelsekostnaderna växer i lägre takt än intäkterna vilket resulterar i en marginalexpansion för Bolaget.

I ett Bull scenario appliceras en målmultiplikator för affärsområdet industriproduktion om EV/EBITDA 14,5x. EBITDA-resultatet inom affärsområdet estimeras uppgå till 22 MSEK för helåret 2023¹, vilket motsvarar ett Enterprise Value om 182 MSEK. Inom affärsområdet elektronisk krigsföring appliceras en *forward*-multiplikator om EV/S 2,3x. Intäkterna inom affärsområdet elektronisk krigsföring estimeras uppgå till 132 MSEK för helåret 2024, vilket, inklusive applicerad diskonteringsränta om 12 %, motsvarar ett Enterprise Value om 276 MSEK. Genom en *sum-of-the-parts*-värdering härleds ett Enterprise Value om ca 458 MSEK för Astor Group som helhet. Givet en konstant nettoskuld motsvarar det ett Market Cap om 443 MSEK, motsvarande 13,5 kr per aktie, i ett Bull scenario.²

13,5 KR
PER AKTIE I BULL
SCENARIO

Bear scenario

Följande är ett urval av potentiella faktorer i ett Bear scenario:

- Industriproduktionsmarknaden är fragmenterad och större internationella spelare lyckas vinna marknadsandelar i Astor Groups befintliga och nya segment. Astor Group lyckas dock bibehålla positionen inom den maritima näringen, men lyckas inte vinna nya marknadsandelar inom försvarsindustrin och flyg- samt fordonsindustrin. Konsolideringen och samordning av Mikroponent görs mindre effektivt, varför tillväxten inom dotterbolaget stagnerar.
- Astor Groups utvecklingsarbete av Astor IV fördröjs, och/eller uppvisar mindre framgångsrika resultat vid testflygningen där Astor IV inte bedöms tillräckligt funktionell. Kommersialiseringen fördröjs och följaktligen intäkterna.
- Astor Groups rörelsekostnader ökar i en högre takt än Bolagets intäkter vilket minskar Bolagets marginaler.

I ett Bear scenario appliceras en målmultiplikator för affärsområdet komposit om EV/EBITDA 14x. EBITDA-resultatet inom affärsområdet estimeras uppgå till cirka 9 MSEK för helåret 2023¹, vilket motsvarar ett Enterprise Value om ca 134 MSEK. Inom affärsområdet elektronisk krigsföring appliceras en *forward*-multiplikator om EV/S 2,2x. Intäkterna inom affärsområdet elektronisk krigsföring estimeras uppgå till 27 MSEK för helåret 2024, vilket, inklusive applicerad diskonteringsränta om 12 %, motsvarar ett Enterprise Value om 54 MSEK. Genom en *sum-of-the-parts*-värdering härleds ett Enterprise Value om ca 189 MSEK för Astor Group som helhet. Givet en konstant nettoskuld, i linje med tidigare resonemang, motsvarar det ett Market Cap om 173 MSEK, motsvarande 6,4 kr per aktie, i ett Bear scenario.¹

6,4 KR
PER AKTIE I BEAR
SCENARIO

¹ Inklusive Mikroponent.

² Se Appendix sida 20-21 för prognoser i Bull- respektive Bear scenario.



Odd Werin, VD

Odd har tidigare erfarenhet som fartygschef, divisionschef, och flottiljchef på patrullbåtar, robotbåtar och korvetter. Chef marinens taktiska kommando, avdelningschef i högkvarteret bland annat som chef för Försvarmaktens planeringsavdelning, ledamot i Försvarmaktsledningen, Sveriges militära representant till Nato och EU i Bryssel och Chef för FMV marinmateriel.

Aktieinnehav i Astor Group: 456 762 aktier (1,68 %). Innehar 350 000 teckningsoptioner.²



Victor Billström, CFO och styrelseledamot¹

Victor har mer än 15 års erfarenhet från finans, försäkring och redovisning i olika roller på bl.a. If Skadeförsäkring, Euler Hermes, SEB och Altris.

Aktieinnehav i Astor Group: 1 173 678 aktier (4,59 %). Innehar 50 000 teckningsoptioner.²



Fredrik Lindblom, VD Marstrom Composite AB

Fredrik har tidigare erfarenhet av att driva produktion som produktionschef på Marstrom Composite under 10år. Vice VD på Marstrom Composite från 2021 – 2022.

Aktieinnehav i Astor Group: äger inga aktier i Astor Group. Innehar 150 000 teckningsoptioner.



Lars Granbom, styrelseordförande

Lars har tidigare erfarenhet av börsnoteringar, förvärv, kapitalanskaffningar, relationer med investerare, företagsledning och styrelsearbete

Aktieinnehav i Astor Group: 101 263 aktier (0,40 %). Innehar 200 000 teckningsoptioner.



Ronny Christoffersen, styrelseledamot

Ronny är medgrundare till Scandinavian Astor Technologies och aktieägare. Tidigare erfarenhet från Sivers Semiconductor och Microdata Telecom.

Aktieinnehav i Astor Group: 953 338 aktier (4,19 %). Innehar 50 000 teckningsoptioner.



Per Wärn, styrelseledamot

Per Wärn har varit en av ägarna till Marstrom Composite och även tidigare VD för bolaget där Per framgångsrikt varit med och utvecklat Marstrom Composite till en av de ledande aktörerna inom komposittillverkning. Per har essentiell bakgrund och kompetens inom området för komposit som anses vara essentiell för styrelsens sammansättning. Per Wärn sitter idag i styrelsen för Marstrom Composite AB och även i styrelsen för JPC Composite AB samt i andra föreningsuppdrag.

Aktieinnehav i Astor Group: äger inga aktier i Astor Group.

¹ Vid den extra bolagsstämman den 27 november 2023 kommer Victor Billström tillträda en permanent roll som CFO för Astor Group och därmed lämna styrelsen.

² Antalet aktier innan genomförandet av de riktade emissionerna.

**Kristoffer Weywadt, styrelseledamot**

Kristoffer har en mångsidig bakgrund inom teknik och affärsverksamhet. Med sin erfarenhet som signalspaningsofficer, i kombination med en magisterexamen i elektroteknik och en MBA, har han skaffat sig omfattande kunskap och expertis inom affärsutveckling och strategi inom olika branscher både nationellt och internationellt. Kristoffer är idag verksam inom europeisk försvarsindustri hos Rheinmetall, där han är affärs- och strategiutvecklare. Han har även en bakgrund från SAAB, ABB och Alstom.

Aktieinnehav i Astor Group: äger inga aktier i Astor Group.²

**Per Andersson, styrelseledamot**

Per har arbetat med affärsutveckling i olika roller inom fordons-, mobilitets- och telekomindustrin och har agerat som katalysator för utveckling av nya verksamhetsområden och tjänster som möjliggörs av ny teknik. Per har tidigare haft roller som Vice President på Volvo Group Venture Capital, styrelseledamot i EasyPark Group, styrelseordförande för Telematics Valley och som styrelseledamot i Vinngroup. Idag är Per Adamsson grundare och VD för NextForward AB och är därutöver styrelseledamot i Ojity AB och AXsensor AB (publ).

Aktieinnehav i Astor Group: äger inga aktier i Astor Group.

**Ola Alfredsson, adjungerad ledamot¹**

Ola har en gedigen bakgrund inom försvars- och säkerhetsindustrin, både nationellt och internationellt. Ola Alfredsson är idag affärsutvecklingschef på MilDef Group AB. Bland andra prestigefyllda branschpositioner har Ola varit chef för försäljning och marknadsföring, samt VD för Kockums AB. Ola Alfredsson har även haft uppdrag som Ambassadråd för Sveriges Ambassad i Washington, USA. Som adjungerad ledamot i styrelsen för Astor Group kommer Ola Alfredsson att delta på styrelsemöten och i styrelsens arbete, men saknar rösträtt. Ola Alfredsson kommer att vara adjungerad fram till nästa bolagsstämma, då han kommer föreslås som ordinarie ledamot.

Aktieinnehav i Astor Group: äger inga aktier i Astor Group.²

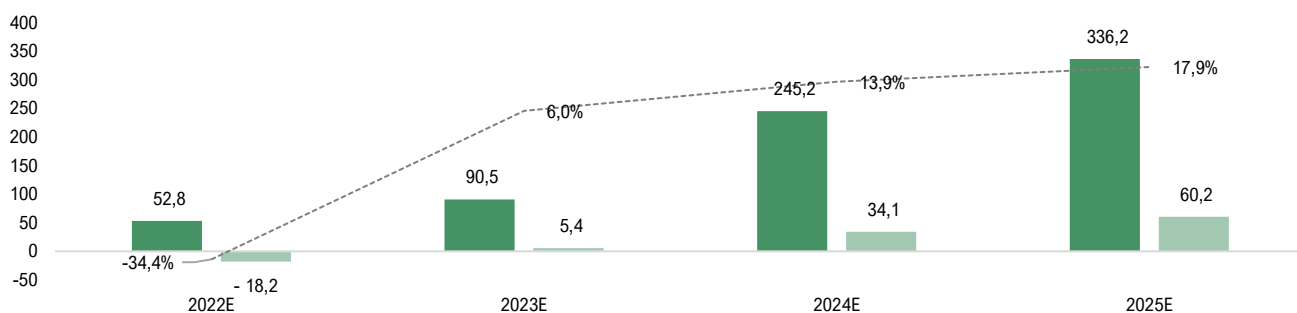
¹ Ola Alfredsson kommer föreslås att väljas in i styrelsen vid den extra bolagsstämman 27 november.

² Antalet aktier innan genomförandet av de riktade emissionerna.

	PROFORMA				
Base scenario (MSEK) ¹	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	47,0	52,8	90,5	245,2	336,2
Övriga rörelseintäkter	3,0	2,0	0,2	0,4	0,6
Totala intäkter	50,0	54,8	90,7	245,6	336,8
Handelsvaror	-20,7	-26,1	-37,6	-109,7	-130,7
Bruttoresultat	29,3	28,7	53,2	135,9	206,1
Bruttomarginal	62,4%	52,4%	58,6%	55,3%	61,2%
Övriga externa kostnader	-12,5	-23,2	-19,1	-34,1	-48,3
Personalkostnader	-26,1	-23,7	-28,6	-67,7	-97,6
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	-9,2	-18,2	5,4	34,1	60,2
EBITDA-marginal	-19,6%	-34,4%	6,0%	13,9%	17,9%
Aktiverat arbete ²	0,0	12,0	6,0	3,6	0,0
Avskrivningar	-5,8	-2,9	-4,2	-7,7	-10,0
EBIT	-15,1	-21,1	1,2	26,4	50,2
Nyckeltal	2021	2022	2023E	2024E	2025E
P/S	3,3	1,2	3,3	1,2	0,9
EV/S	3,4	1,3	3,4	1,3	0,9
EV/EBIDA	neg.	neg.	56,9	9,0	5,1
EV/EBIT	neg.	neg.	259,5	11,7	6,1

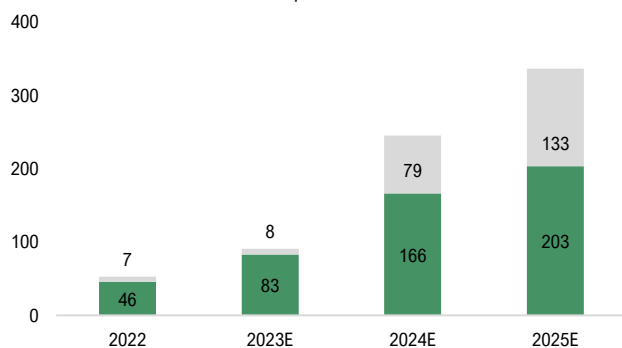
MSEK

Nettoomsättning EBITDA EBITDA-marginal

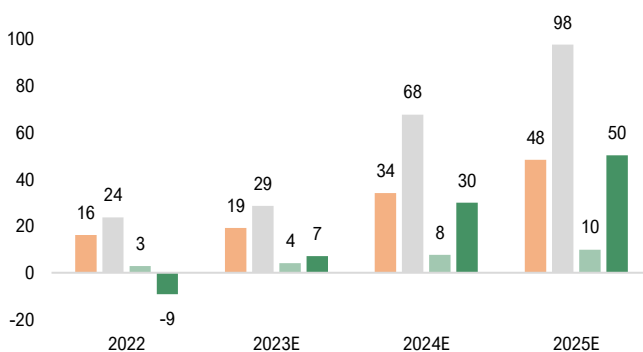


MSEK

Industriproduktion EW



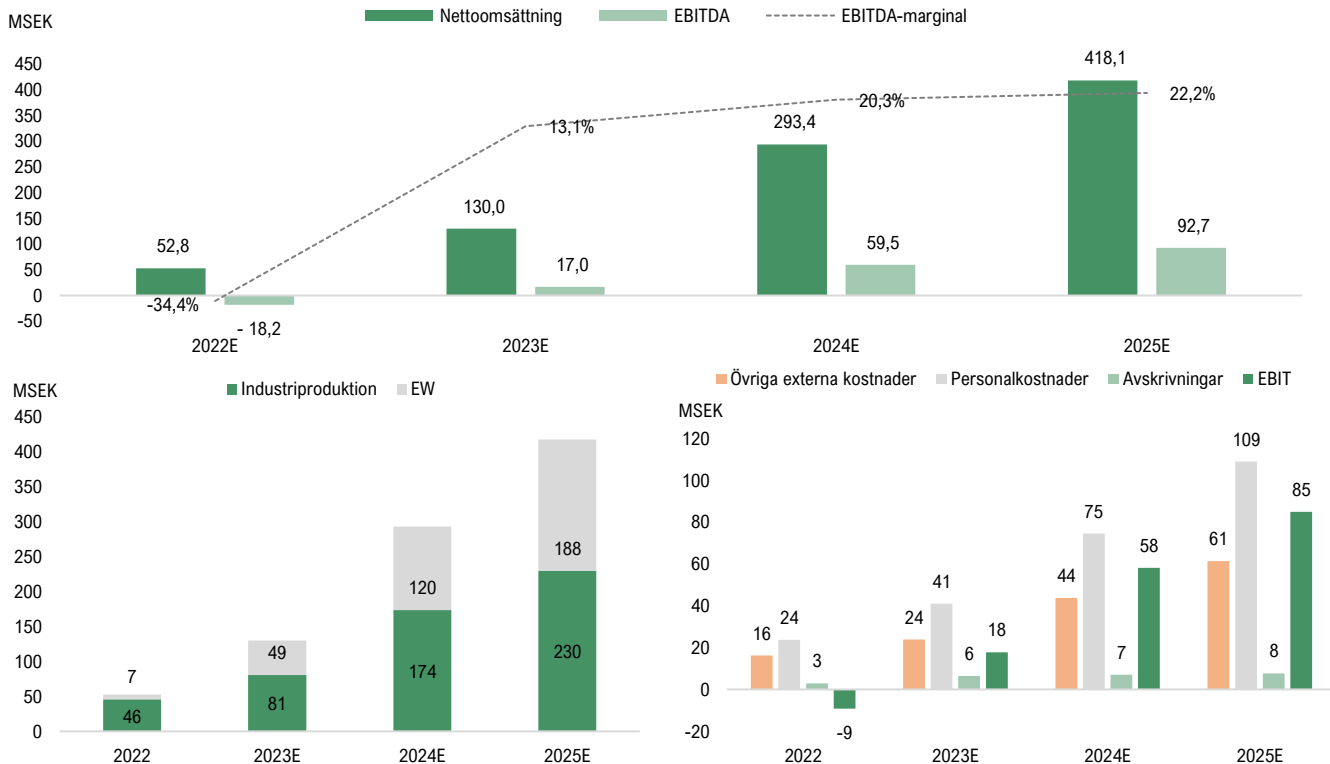
MSEK Övriga externa kostnader Personalkostnader Avskrivningar EBIT



¹ Konsoliderade siffror för Astor Group 2022. Övriga externa kostnader för år 2022 inkluderar engångskostnader, såsom listningskostnader och omvärdering av tidigare aktiverade utvecklingsutgifter och upplupna intäkter. Baseras på att Mikroponent blir förvärvat och konsoliderat från december månad 2023.

² Inklusive förändring av lager, produkter i arbete m.m.

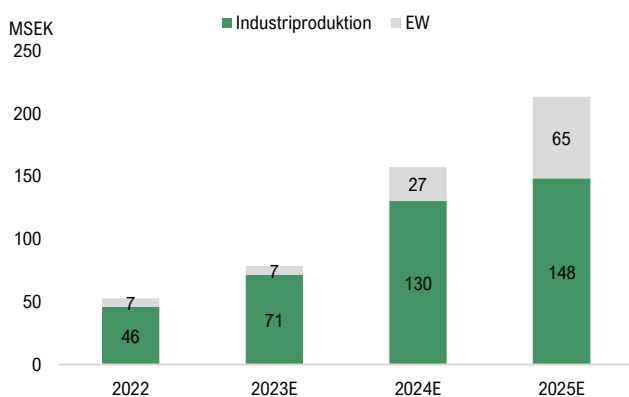
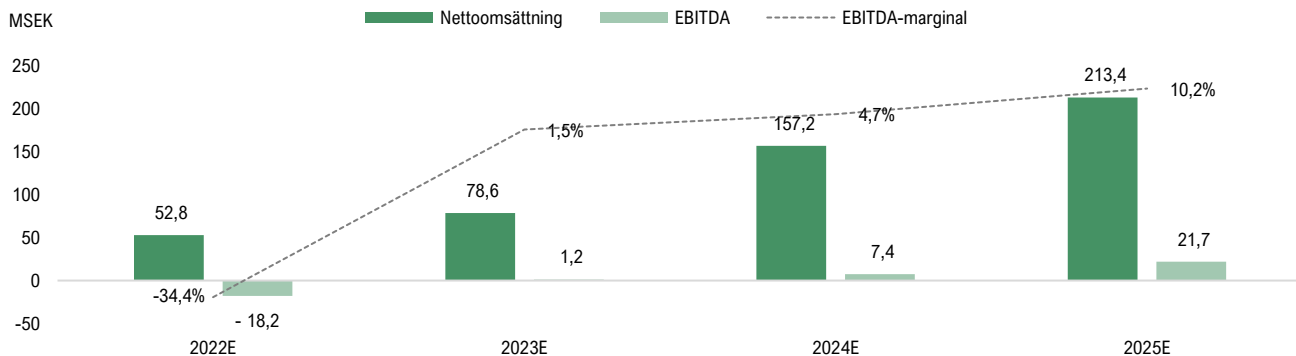
	PROFORMA				
Bull scenario (MSEK) ¹	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	47,0	52,8	130,0	293,4	418,1
Övriga rörelseintäkter	3,0	2,0	1,0	0,4	0,2
Totala intäkter	50,0	54,8	131,0	293,8	418,3
Handelsvaror	-20,7	-26,1	-49,1	-116,0	-155,3
Bruttoresultat	29,3	28,7	81,9	177,8	263,0
Bruttomarginal	58,7%	52,4%	62,5%	60,5%	62,9%
Övriga externa kostnader	-12,5	-23,2	-23,8	-43,7	-61,3
Personalkostnader	-26,1	-23,7	-41,0	-74,5	-108,9
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	-9,2	-18,2	17,0	59,5	92,7
EBITDA-marginal	-19,6%	-34,4%	13,1%	20,3%	22,2%
Aktiverat arbete ¹	0,0	12,0	7,2	5,7	0,0
Avskrivningar	-5,8	-2,9	-6,4	-7,1	-7,7
EBIT	-15,1	-9,1	10,6	52,4	85,0
Nyckeltal	2021	2022	2023E	2024E	2025E
P/S	5,3	4,7	1,9	0,9	0,6
EV/S	5,6	5,0	2,0	0,9	0,6
EV/EBIDA	neg.	neg.	15,6	4,5	2,9
EV/EBIT	neg.	neg.	25,0	5,1	3,1



¹ Konsoliderade siffror för Astor Group 2022. Övriga externa kostnader för år 2022 inkluderar engångskostnader, såsom listningskostnader och omvärdering av tidigare aktiverade utvecklingsutgifter och upplupna intäkter. Baseras på att Mikroponent blir förvärvat och konsoliderat från december månad 2023.

² Inklusive förändring av lager, produkter i arbete m.m.

	PROFORMA				
Bear scenario (MSEK) ¹	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	47,0	78,6	157,2	213,4	78,6
Övriga rörelseintäkter	3,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	50,0	78,6	157,2	213,4	78,6
Handelsvaror	-20,7	-35,1	-82,0	-101,8	-35,1
Bruttoresultat	29,3	43,5	75,2	111,6	43,5
Bruttomarginal	58,7%	55,4%	47,8%	52,3%	55,4%
Övriga externa kostnader	-12,5	-16,3	-26,1	-35,9	-16,3
Personalkostnader	-26,1	-26,0	-41,6	-53,9	-26,0
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	-9,2	1,2	7,4	21,7	1,2
EBITDA-marginal	-19,6%	1,5%	4,7%	10,2%	1,5%
Aktiverat arbete ¹	0,0	7,2	5,7	0,0	7,2
Avskrivningar	-5,8	-6,4	-7,1	-7,7	-6,4
EBIT	-15,1	-5,3	0,3	14,0	-5,3
Nyckeltal	2021	2022	2023E	2024E	2025E
P/S	5,3	4,7	3,2	1,6	1,2
EV/S	5,6	5,0	3,4	1,7	1,2
EV/EBIDA	neg.	neg.	230,4	868,3	19,0
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	32,2	26,0



¹ Konsoliderade siffror för Astor Group 2022. Övriga externa kostnader för år 2022 inkluderar engångskostnader, såsom listningskostnader och omvärdering av tidigare aktiverade utvecklingsutgifter och upplupna intäkter. Baseras på att Mikroponent blir förvärvat och konsoliderat från december månad 2023.

² Inklusive förändring av lager, produkter i arbete m.m.

Disclaimer

Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument eller annan information härrörande AG Equity Research AB (vidare AG) är framställt i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analyserna är baserade på källor och uppgifter samt utlåtanden från personer som AG bedömer tillförlitliga. AG kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Alla estimat i analyserna är subjektiva bedömningar, vilka alltid innehåller viss osäkerhet och bör användas varsamt. AG kan därmed aldrig garantera att prognoser och/eller estimat uppfylls. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från AG eller personer med koppling till AG, alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och information härrörande AG är avsett att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut. Investerare uppmanas att komplettera med ytterligare material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. AG fransäger sig allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av material härrörande AG.

Intressekonflikter och opartiskhet

För att säkerställa Analyst Groups oberoende har Analyst Group inrättat interna regler för analytiker, utöver detta så har alla analytiker undertecknat avtal i vilket de är skyldiga att redovisa alla eventuella intressekonflikter.

Dessa har utformats för att säkerställa att *KOMMISSIONENS DELEGERADE FÖRORDNING (EU) 2016/958 av den 9 mars 2016 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 vad gäller tekniska standarder för tillsyn för de tekniska villkoren för en objektiv presentation av investeringsrekommendationer eller annan information som rekommenderar eller föreslår en investeringsstrategi och för uppgivande av särskilda intressen och intressekonflikter efterlevs.*

För fullständiga regler för våra analytiker se: <https://www.analystgroup.se/interna-regler-ansvarsbegransning/>

Bull and Bear- Rekommendationer

Rekommendationerna i form av bull alternativt bear syftar till att förmedla en övergripande bild av Analyst Groups åsikt. Rekommendationerna är utarbetade genom noggranna processer bestående av kvalitativ research och övervägning samt diskussion med andra kvalificerade analytiker.

Definition Bull: Bull är en metafor för en positivt inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en positiv framtidsutveckling för Bolaget.

Definition Bear: Bear är en metafor för en pessimistisk inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en negativ framtidsutveckling för Bolaget.

Övrigt

Denna analys är en så kallad uppdragsanalys. Detta innebär att Analyst Group har mottagit betalning för att göra analysen. Uppdragsgivare **Scandinavian Astor Group AB** (vidare Bolaget) har inte haft någon möjlighet att påverka de delar där Analyst Group har haft åsikter om Bolaget, framtida värdering eller annat som skulle kunna tänkas utgöra en subjektiv bedömning. De delar som Bolaget har kunnat påverka är de delar som är rent faktamässiga och objektiva.

Analytiker äger inte aktier i Bolaget.

Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2023). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.