

Scandinavian Astor Group



Rekordstor orderstock bäddar för en flygande start år 2024

Scandinavian Astor Group AB ("Astor Group" eller "Bolaget") har redovisat ett starkt första år som noterat bolag, där Astor Group ökar omsättningen med 57 % och avslutar året med en rekordhög orderstock om 150 MSEK. Därtill har Astor Group flyttat fram positionen som en försvarsindustrikoncern med högteknologisk expertis, nu senast genom ett förvärv av Mikroponent, vilka visar på en positiv lönsamhetstrend. Givet en rekordhög ordergång under helåret 2023, internationella samarbeten inom *Astor Tech* och den sammantaget stärkta positionen inom försvarssektorn, besitter Astor Group en stark utgångspunkt, parallellt som Astor IV utgör en stark värde drivare under år 2024. Baserat på en *SOTP*-värdering erhålls ett motiverat värde per aktie om 14,9 (10,6) kr i ett Base scenario för Astor Group.

Stark omsättningstillväxt

För helåret 2023 uppgick Astor Groups nettoomsättning till 83 MSEK (53), vilket motsvarar en tillväxt om 57 %, med en organisk en tillväxt om 20 %. Trots att omsättningen för helåret var något lägre än våra estimat, har Astor Group uppvisat ett starkt momentum och hög affärsaktivitet under året, vilket blir tydligt sett till ordergången som ökat med 79 % till 133 MSEK. Sett till de totala rörelsekostnaderna (exkl. COGS och avskrivningar), vilka uppgick till 58 MSEK (47) under helåret 2023 och motsvarade en ökning med 23 %, vilket kan sättas i relation till Astor Groups omsättningstillväxt om 57 %. Följaktligen uppgick det justerade EBITDA-resultatet till 0,9 MSEK (0,8) under år 2023, vilket innebar en marginell förbättring jämfört med föregående år.

Stark position inför år 2024

Under Q4-23 förvärvade Astor Group laserskärnings- och etsningsbolaget, Mikroponent, som för helåret 2023 växte omsättningen med 15 % och EBITDA-resultatet med 25 %, där omsättning uppgick till 50 MSEK och EBITDA-resultat till 5,9 MSEK. Givet Mikroponents omsättning under år 2023, uppgår Astor Groups nettoomsättning pro forma till 133 MSEK för helåret 2023. Detta, i kombination med en rekordhög utgående orderstock om 150 MSEK, besitter Astor Group en stark position för att fortsatt kapitalisera. Därutöver utgör Astor IV en stark värde drivare framgent, där tester och integration i Frankrike fortlöper, parallellt som Astor Group intensifierar försäljnings-arbetet, vilket har resulterat i en utökad säljorganisation och internationella samarbeten, däribland ett MoU med ett ukrainskt industribolag inom anti-drönarteknik.

Uppdaterat värderingsintervall

Efter att Astor Group har lämnat ett starkt år, med ett breddat produkterbjudande och stärkt position inom försvarssektorn, står Astor redo för att exekvera på Bolagets finansiella målsättning. Den starka orderboken medför att Analyst Group har valt att göra mindre justeringar i prognoser för år 2024 och 2025. Följaktligen har vi justerat våra värderingsintervall i samtliga tre scenarion. Värderingen tar en fundamental ansats, men tar rådande marknadssentiment i beaktning, vilket har resulterat i ett brett värderingsintervall.

VÄRDERINGSINTERVALL

Bear
7,5 kr

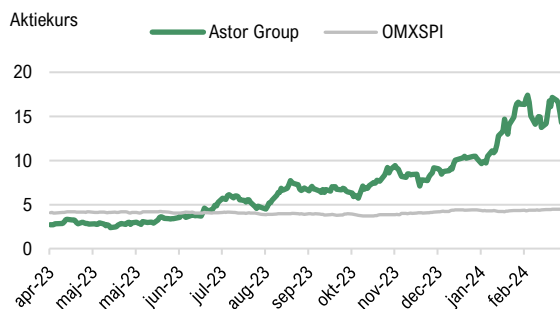
Base
14,9 kr

Bull
20,9 kr

NYCKELDATA

Senast betalt (2024-03-01)	15,5
Antal Aktier (st.) ¹	32 746 953
Market Cap (MSEK) ¹	506
Nettokassa(-)/skuld(+)	18,8
Enterprise Value (MSEK) ¹	525
Lista	Spotlight Stock Market
Delårsrapport 1 2024	2024-05-17

KURSUUTVECKLING



HUVUDÄGARE (KÄLLA: HOLDINGS, 2024-03-04)

Nordnet Pensionsförsäkring	10,1 %
Lennart Sundberg	6,7 %
Anne Kahlin	6,6 %
Avanza Pension	5,5 %
Anders Danielsson	5,1 %

Prognoser (MSEK)	2022	2023	2024E	2025E
Nettoomsättning	52,8	83,0	248,6	340,6
Bruttokostnader	-26,1	-33,5	-111,5	-132,9
Bruttoresultat	28,7	49,7	137,5	208,3
Bruttomarginal	52,4%	59,7%	55,2%	61,0%
Rörelsekostnader	-46,9	-57,8	-110,5	-154,6
EBITDA	-18,2	-8,1	27,0	53,7
EBITDA-marginal	-34,4%	-9,7%	10,9%	15,8%
P/S	11,2	7,1	2,4	1,7
EV/S	11,4	7,3	2,4	1,8
EV/EBITDA	neg.	neg.	22,3	11,2
EV/EBIT	neg.	neg.	31,3	13,8

Innehållsförteckning

Introduktion	2
Kommentar Bokslutskommuniké 2023	3-5
Investeringssidé	6
Bolagsbeskrivning	7-8
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

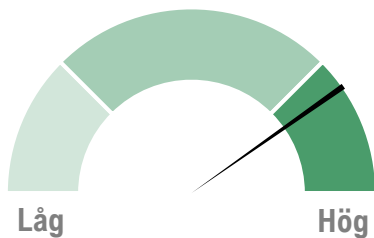
ANALYTIKER

Namn David Rimbe

Telefon 070-3363384

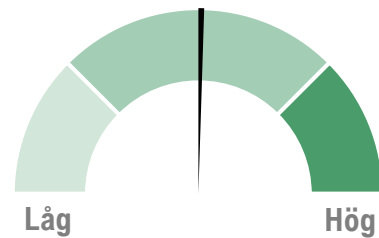
E-mail david.rimbe@analystgroup.se

Värde drivare



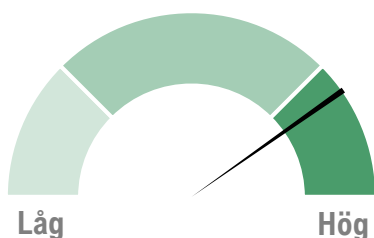
Astor Group har påbörjat testflygning med radarstörningssystemet Astor IV och givet påvisad och god funktionalitet samt positiva resultat förväntas Astor IV säljas under år 2024, vilket ses som en stark värde drivare och framtida intäktskälla. Samtidigt har Astor Industry en stabil och bred kundbas,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

Lönsamhet



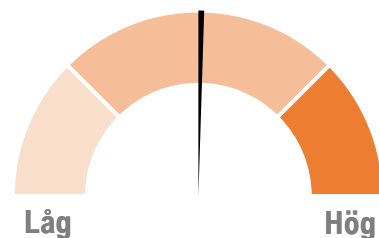
Försäljningen inom Astor Industry har historiskt uppvisat god och stabil lönsamhet. Under helåret 2023 stärktes Astor Industry med förvärvet av Mikroponent, som likt kompositverksamheten har en positiv lönsamhetstrend. Kompositverksamheten har i regel långtgående kundrelationer, vilket stärker förutsägbarheten i intjäningen. Däremot befinner sig Astor IV i en kommersiell fas och kommersialiseringen estimeras påverka kassaflödet negativt fram tills en försäljning nås.

Ledning & Styrelse



Ledningen och styrelsen består av ett erfaret team, vilka bedöms besitta rätta kvalifikationer för att lyckas inom både försvars-marknaden 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 21 %¹, vilket ingjuter förtroende för att skapa aktieägarevärde.

Risk



Astor Groups kassa uppgick vid utgången av Q4-23 till ca 15,4 MSEK med en soliditet om 42 %. Astor Group genomförde under år Q4-23 riktade emissioner, vilket tillförde Bolaget ca 36 MSEK före emissionskostnader, samt tillhörande tecknings-option (TO 2) som maximalt kan tillföra Bolaget ytterligare 27 MSEK under Q2-23. Emissionerna görs för att delfinansiera förvärvet av Mikroponent, men stärker likväl rörelsekapital.

¹ Givet ägarrepresentant i styrelsen.

Nettoomsättningen uppgick till 21,3 MSEK – tillväxt om 22 % Y-Y

21 MSEK
OMSÄTTNING
UNDER
Q3-23

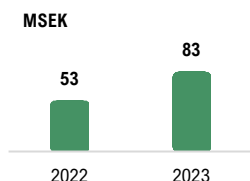
Under det fjärde kvartalet 2023 uppgick Astor Groups nettoomsättning till 21,3 MSEK (17,5), motsvarande en tillväxt om 22 % respektive 3,8 MSEK i absoluta tal i jämförelse med motsvarande period föregående år. Under det fjärde kvartalet år 2023 förvärvade Astor Group bolaget Mikroponent till koncernens affärsområde Astor Industry, ett industribolag inom laserskäring och etsning med hög precision, vilket konsoliderades under december månad år 2023. Under kvartalet bidrog Mikroponent med en nettoomsättning om 2,9 MSEK, den organiska tillväxten för koncernen uppgick därmed till 5 % Y-Y. Den organiska intäktsökningen härleds till en god leveransförmåga och därmed tillväxt inom Astor Industry, där kompositverksamheten har samordnats under år 2023 och uppvisat en hög aktivitetsnivå, vilket blir extra tydligt sett till ordergången under år 2023. I jämförelse mot föregående kvartal (Q3-23) uppgick nettoomsättningen till 23,1 MSEK, vilket motsvarar en minskning om 8 % Q-Q, varav -20% organiskt, varpå minskning estimeras bero på säsongeffekter inom kompositverksamheten i affärsområdet Astor Industry. Ordergången under kvartalet uppgick till cirka 56 MSEK (22), vilket motsvarar en ökning om hela 157 % och utgör en bekräftelse på det starka affärsmomentum Astor Group besitter, samt är den högsta rapporterade ordergången historiskt för Astor Group. Under kvartalet har dotterbolaget Marstrom Composite inom affärsområdet Astor Industry erhållit en order om cirka 22 MSEK inom marinsegmentet, vilket vi kommenterade här.

57 %
TILLVÄXT
2023

För helåret 2023 uppgick nettoomsättningen till 83 MSEK (53), vilket motsvarar en tillväxt om hela 57 %. Astor Group genomförde under år 2022 förvärv av Marstrom Composite och resterande 40 % av kompositföretaget JPC Composite, vilka tillträdde under april 2022, varför jämförelsen mot föregående år blir något missvisande, den organiska tillväxten uppgick till 20 %, vilket är ett resultat på den höga affärsaktiviteten Bolaget har uppvisat under år 2023, primärt inom kompositverksamheten. Omsättningen för helåret var dock lägre än våra estimat om 90 MSEK, Astor Group har dock uppvisat en hög aktivitet, vilket blir extra tydligt sett till ordergången under år 2023 vilken uppgick till cirka 133 MSEK (74), motsvarande en ökning om 80 % mot föregående år. Därtill meddelade Astor Group i slutet av januari månad 2024 de reviderade siffrorna för dotterbolaget Mikroponent för helåret 2023, där dotterbolagets omsättning uppgick till 50 MSEK, vilket motsvarar en omsättningstillväxt om cirka 13 % och innebär en nettoomsättning pro forma om 133 MSEK för helåret 2023.

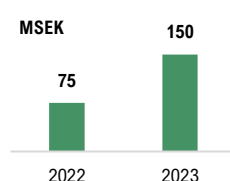
20 %
ORGANISK
TILLVÄXT 2023

Trots god leveransförmåga under år 2023 har den höga ordergången under år 2023 resulterat i att den utgående orderstocken nådde en ny rekordnivå, vilken vid utgången av kvartalet **uppgick till cirka 150 MSEK**. Dock, likt tidigare nämnt, förvärvade Astor Group bolaget Mikroponent under december månad 2023 och i samband med annonserande av förvärvet hade Mikroponent en orderstock om cirka 17,5 MSEK, vilket var i början av november månad år 2023. Samtidigt har Astor Group uppgivit att den förväntade leveransen av orderboken för år 2024 förväntas vara cirka 121 MSEK av orderboken levereras, vilket utgör en stark position för att fortsätta leverera tillväxt under år 2024. Den förväntade leverans av orderboken under år 2024 om 121 MSEK kan sättas i relation till nettoomsättningen under år 2023 om 83 MSEK eller nettoomsättning pro forma om cirka 133 MSEK, där det ska tilläggas att den utgående orderboken och de förväntade leveranserna endast utgör ordrar som Astor Group har mottagit under år 2023 och givet ett fortsatt högt affärstempo inom Astor Industry, samt det höga intresset för Astor Tech, affärsområdet med tjänster och produkter inom EW (Electronic Warfare), estimerar Analyst Group en fortsatt stark ordergång under år 2024 som kan komma att levereras under år 2024 och 2025.

En överblick av
helåret 2023

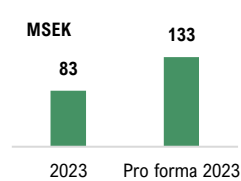
83 MSEK (53)

NETTOOMSÄTTNING
2023



150 MSEK

UTGÅENDE ORDERSTOCK
2023



133 MSEK

OMSÄTTNING
PRO FORMA 2023¹

¹ Inklusive Mikroponents omsättning under helåret 2023. Beräkning av Analyst Group.

Framflyttade positioner inom både Astor Industry och Astor Tech - stark position för år 2024

ASTOR INDUSTRY

Under februari månad meddelade Astor Group att Bolaget har infört en ny koncernstruktur för fortsatt tillväxt, lönsamhet och utveckling. Astor Groups koncernstruktur består av två affärsområden: Astor Industry och Astor Tech. Astor Industry agerar som underleverantörer avseende komponenter samt närliggande tjänster till försvarsindustrin samt flera andra industrisegment såsom fordons-, verkstads- och maritima industrin med flera. Affärsområdet består av dotterbolagen Marstrom Composite och JPC Composite inom kompositverksamhet och Mikroponent inom laserskärning och etsning med hög precision.

ASTOR TECH

Astor Tech levererar färdiga produkter och tjänster som är kritiska för ett modernt försvarslandskap. Affärsområdet består av dotterbolagen My-konsult System och My-konsult Teknik, vilka fokuserar på att leverera tjänster och produkter inom Electronic Warfare (EW), däribland radarstörningssystemet Astor IV, där försäljning av Astor IV utgör en stark och tydlig värde drivare framgent.

Under kvartalet har Astor Group genomfört förvärvet av Mikroponent, vilka är verksamma inom laserskärning och etsning med hög precision. Mikroponent har en tydlig exponering mot försvarsmarknaden, där bland annat dotterbolagets kundbas överlappar med Astor Group och stärker den redan väletablerade positionen Astor Group besitter. Mikroponent konsoliderades under december månad 2023 och full effekt av förvärvet kommer först under år 2024. Mikroponent har dessutom en positiv trend med tillväxt inom både intäkterna och lönsamheten. Givet att Astor Group redan har ett etablerat och kompletterande kontaktnät inom försvarsmarknaden, estimeras Astor Group skapa goda synergier och dotterbolaget utgör en ytterligare värde drivare inom Astor Industry.

AUTOMATISERING AV KOMPOSIT- PRODUKTION

Därutöver upplever Astor Group en kraftigt ökad efterfråga inom Astor Industry och i synnerhet inom kompositverksamheten. För att möta produktionsbehovet kommer investeringar att genomföras inom Astor Industry, vilket innefattar en utökad maskinpark som möjliggör ökad automation. Marstrom Composite har bland annat avtalat en storskalig CNC-maskin, vilken kan automatisera flera delar av tillverkningen och öppnar upp för egen forntillverkning av kompositdelar. Genom forntillverkning av kompositdelar kommer Marstrom Composite att kunna kontrollera en större del av värdekedjan och på så vis öka marginalerna, vilket förväntas stärka den redan starka positionen.

Under år 2023 implementerades även radarstörningssystemet Astor IV i Frankrike för integration och tester, vilket innebar ett steg mot en försäljning av Astor IV, vilket utgör en betydande värde drivare för Astor Group framgent. Testerna av Astor IV fortlöper med goda resultat och har skapat ett ökat intresse från marknaden enligt Bolaget. Investeringar fortlöper i färdigställandet av Astor IV, men likväl för ett nytt applikationsområde inom drönarstörning. Astor Tech och arbetet med samarbetspartnern i Frankrike har skapat ett globalt intresse, vilket bland annat har resulterat i att Astor Group har tecknat MoU (Memorandum of Understanding) för anti-drönar teknik med en industriell aktör i Ukraina under kvartalet, där det primära målet initialt är utveckling och utvärdering av en prototyp för anti-drönarstörning. Samarbetsprojektet med det ukrainska Bolaget innebär att Astor Group anpassar delar av befintlig teknik från teknikgeneratören (TG) i Astor IV för drönarstörning och innebär att Astor Group breddar produktutbudet inom Astor Tech. Därutöver har Astor Group stärkt säljorganisationen och fortsatt ökat aktivitetsnivån inom Astor Tech, vilket bekräftas av att dotterbolaget My-Konsult har etablerat en säljorganisation i Kanada och Grekland, genom att kontrakterat TDA Connect Inc (Kanada) och Nextron (Grekland). Därmed har Astor Group flyttat fram positionerna inom Astor Tech och tar steg för en försäljning av Astor IV.

Uppvisar positivt justerat EBITDA-resultat

70 %
BRUTTOMARGINAL
Q4-23

Astor Groups bruttokostnader uppgick till 6,4 MSEK (9,5) under det fjärde kvartalet och innebär att bruttomarginalen (justerad för förändring av lager, aktiverat arbetet och övriga rörelseintäkter) uppgick till 70 % (45) och innebär en klar förbättring Y-Y, i jämförelse med föregående kvartal (Q3-23) då bruttokostnaderna uppgick till 10,1 MSEK och bruttomarginalen till 56 % har Astor Group även förbättrat bruttomarginalen från föregående kvartal.

Rörelseresultatet på EBITDA-nivå (inkl. förändring av lager, aktiverat arbetet och övriga rörelseintäkter) uppgick till -0,7 MSEK (-7,2) under Q4-23 och innebär en förbättring om 6,5 MSEK i absoluta tal Y-Y. I jämförelse med föregående kvartal, då EBITDA-resultatet uppgick till 1,9 MSEK, försämrades rörelseresultatet med cirka 2,6 MSEK. Under kvartalet har Astor Group haft jämförelsestörande poster, vilket under perioden utgörs av nedskrivningar i lager och övriga fordringar, om totalt 1,2 MSEK, vilket innebär att det justerade EBITDA-resultatet uppgick till cirka 0,5 MSEK (-0,2), vilket innebär en förbättring om 0,7 MSEK i absoluta tal och motsvarar en justerad EBITDA-marginal om 2 %. Exkluderat för förändring av lager, aktiverat arbetet och övriga rörelseintäkter uppgick EBITDA-resultatet till -2,9 MSEK (-5,2), vilket innebär en förbättring om 2,3 MSEK.

För helåret 2023 uppgick bruttomarginalen (justerad för förändring av lager, aktiverat arbetet och övriga rörelseintäkter) till cirka 60 % (51), vilket innebär en förbättring om 18 % mot föregående år. Sett till rörelseresultatet på EBITDA-nivå (inkl. förändring av lager, aktiverat arbetet och övriga rörelseintäkter), uppgick det till -0,9 MSEK (-6,2) och innebär en förbättring om 5,3 MSEK i absoluta tal. Det justerade EBITDA-resultatet uppgick till 0,9 MSEK (0,8), vilket innebär en marginell förbättring mot föregående år. De totala rörelsekostnaderna (exkl. COGS och av- och nedskrivningar) uppgick under helåret 2023 till cirka 58 MSEK (47), vilket innebär en ökning om 23 % och kan sättas i relation med Astor Groups nettoomsättning som under motsvarande period ökade med 57 %. Samtidigt har Astor Group förvärvat Marstrom Composite, resterande 40 % av kompositföretaget JPC Composite och Mikroponent under år 2022 och 2023, vilket påverkar jämförelsen mellan helåret 2023 och föregående år (2022), något som påverkar de övriga externa kostnaderna och resulterar i att övriga externa kostnader ökade med cirka 4,8 MSEK under år 2023, varpå Bolaget uppger att resterande kostnadsökning är planerad och följer koncernens starka tillväxt.

Baserat på de reviderade siffrorna för dotterbolaget Mikroponent för helåret 2023 som Astor Group publicerade i slutet av januari månad, står det klart att det förvärvade dotterbolaget uppvisar en god lönsamhet. Under helåret 2023 uppgick EBITDA-resultatet till 5,9 MSEK, vilket innebär en EBITDA-marginal om 12 %, Mikroponent uppger ha växt EBITDA resultatet med hela 25 % i jämförelse med föregående år. Mikroponents resultat efter finansiella poster uppgick under helåret 2023 till 5 MSEK. Detta innebär även att hela beloppet av tilläggsköpeskillingen om 10 MSEK kommer att aktiveras och den totala köpeskillingen för förvärvet av Mikroponent uppgår således till 40 MSEK.

Finansiell ställning

Vid utgången av Q4-23 uppgick kassan (inkl. kortfristig placering) till 15,6 MSEK, vilket kan jämföras mot utgången av föregående kvartal om 6,4 MSEK, motsvarande en ökning om ca 8,9 MSEK. Ökningen av kassan härleds till att Astor Group under kvartalet genomförde riktade emissioner, vilket totalt tillförde Bolaget 36 MSEK före emissionskostnader och genomfördes i syfte att delfinansiera förvärvet av Mikroponent. Givet att Mikroponents EBITDA-resultat översteg 5 MSEK, vilket innebär att hela beloppet av tilläggsköpeskillingen om 10 MSEK kommer att aktiveras och den totala köpeskillingen för förvärvet uppgår således till 40 MSEK. De riktade emissionerna innefattar även en teckningsoption av serie TO 2, varav teckningsperioden av serie TO 2 avses äga rum under perioden 13 maj – 30 maj 2024 och vid fullt utnyttjande kan Astor Group stärka kassan ytterligare med 18 – 27 MSEK beroende på teckningskurs. Kapitalet från TO 2 innebär att Astor Group med marginal täcker tilläggsköpeskillingen om 10 MSEK, vilket även estimeras stärka rörelsekapital under år 2024 och minskar risken för ytterligare kapitalbehov under år 2024.

Under det fjärde kvartalet uppgick kassaflödet från den löpande verksamheten till ca -3,5 MSEK, vilket primärt ökat till följd av en ökning av varulagret. De totala räntebärande skulder uppgick vid kvartalet till 35,2 MSEK, vilket kan jämföras med 21,1 MSEK vid utgången av föregående kvartal. Ökningen förklaras av det förvärvslån om 15 MSEK Astor Group upptog i samband med förvärvet av Mikroponent. Dotterbolagen, Marstrom Composite och Mikroponent, har checkkrediter om totalt 7 MSEK, vilka är vid kvartalets utgång outnyttjade.

Sammantaget uppvisar Astor Group en hög aktivitetsnivå i samtliga affärsområden med en kraftigt ökad efterfrågan inom Astor Industry, inklusive en starkt position genom förvärvet av Mikroponent, och framflyttade positioner inom Astor Tech. Trots att nettoomsättning kom in under våra förväntningar, ser vi att Astor Group har levererat ett starkt år 2023, där tillväxten uppgick till 57 % och 20 % organiskt. Den höga affärsaktiviteten bekräftas även av den starka positionen Bolaget besitter med en rekordhög ordergång och utgående orderstock, vilket bäddar för ett starkt år 2024.

MIKROONENT

5,9 MSEK

EBITDA-RESULTAT
2023

15,6 MSEK

KASSA VID
UTGÅNGEN AV
Q4-23

ASTOR GROUP
FÖRVÄNTAS
KAPITALISERA PÅ
FÖRSVARSMARKNADEN

57 %
TILLVÄXT
2023

ÅR 2026
OMSÄTTNING
≥400 MSEK
EBITDA
≥15%

14,9 KR
PER AKTIE I BASE
SCENARIO

Ökade försvarsbudgetar skapar en underliggande tillväxt

Astor Group är en försvarsinriktad koncern och har sedan inledningen av år 2024 en ny koncernstruktur. Affärsområdena utgörs av *Astor Industry*, där Astor Group agerar underleverantör till bland annat försvarsindustrin, och *Astor Tech*, där Astor Group levererar produkter och tjänster inom Electronic Warfare (EW), däribland Astor IV som kan hanteras på flera radarfrekvensband simultant. Electronic Warfare, 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, drönare 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 spant i och med kriget i Ukraina, vilket har aktualiserat försvars- och samhällsberedskapsfrågor, något som har lett till kraftigt ökade försvarsbudget i Sverige, samt även i flertalet EU-/NATO-länderna, där försvarsanslag inte styrs av det allmänna konjunkturläget, utan styrs av graden geopolitisk osäkerhet. Astor Group är exponerade mot den växande försvarsmarknaden, dels inom Astor Tech genom kommersialiseringen av Astor IV, dels inom Astor Industry som underleverantör till försvarsindustrin.

Utökad produkt erbjudande och stärkt position inom Astor Industry

Affärsområdet *Astor Industry* 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 och leverans, samt genom överlappande kundbaser och kontaktnät. Under helåret 2023 uppvisade Astor Group en tillväxt om 57 % Y-Y, varpå nettoomsättningen uppgick till 83 MSEK, där intäktsökning i synnerhet härleds till Astor Industry. Astor Groups kompositverksamhet inom Astor Industry 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 temperatur-tolerant. Inom komposit är dotterbolagen tillsammans ledande inom sitt segment och med en större verksamhet, samt utökad produktion ges även möjligheten till att vinna nya marknadsandelar och bearbeta nya segment på en än sålänge fragmenterad marknad.

Astor Groups finansiella målsättning år 2026

Astor Groups styrelse fastställde under H2-23 en ny finansiell målsättning som redan efter två kvartal ersätter de tidigare finansiella målen som kommunicerades i samband med noteringen (januari 2023), vilket 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 Astor Industry bidra positivt till koncernens EBITDA-resultat för helåret 2024 med ca 25 MSEK, vilket utifrån en målmultipel om EV/EBITDA 11x, ger ett Enterprise Value om 293 MSEK för affärsområdet. Affärsområdet Astor Tech estimeras omsätta 133 MSEK år 2025, där en *forward*-multipel om EV/S 2,0x appliceras vilket, givet en diskonteringsränta om 12 %, leder till ett Enterprise Value om 267 MSEK omkring årsskiftet 2024/2025. Med hänsyn till värderingen av de båda affärsområdena, såväl som ett antagande om en konstant nettoskuld om cirka 18 MSEK, härleds ett potentiellt bolagsvärde om 488 (348) MSEK, motsvarande 14,9 (10,6) SEK per aktie, i ett Base scenario. Värderingen är således tolv månader framåtblickande.

TO 2 täcker tilläggsköpeskillning och stärker rörelsekapitalet under en expansiv fas

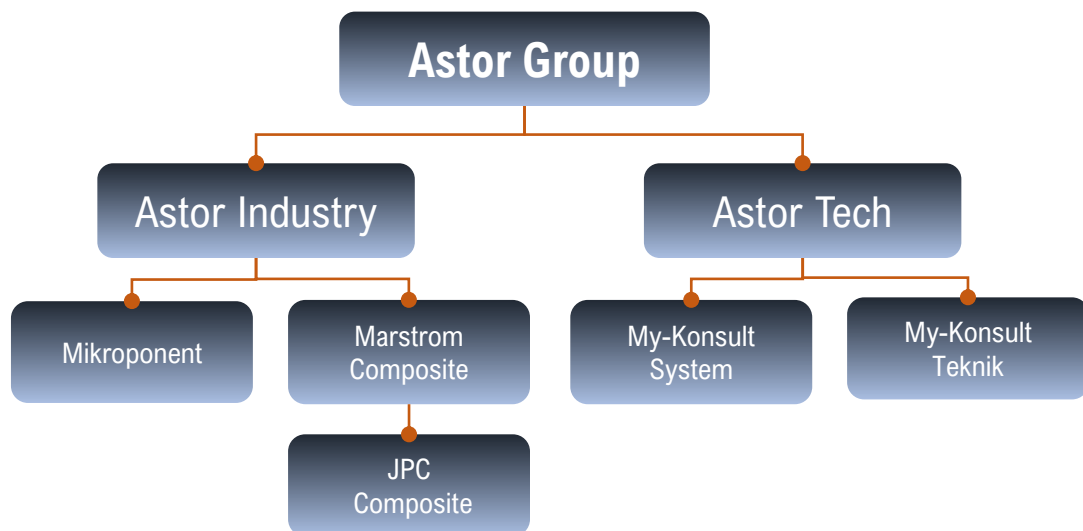
Under Q4-23 genomförde Astor Group riktade emissioner, vilket tillförde Bolaget ca 36 MSEK före emissionskostnader. Därutöver innefattar de riktade emissionerna även en teckningsoption om serie TO 2, vilket ytterligare kan stärka kassan med 18-27 MSEK beroende på teckningskurs i Q2-24. Kapitalet från TO 2 innebär att Astor Group med marginal täcker tilläggsköpeskillningen om 10 MSEK, då Mikroponents EBITDA-resultat uppgick till 5,9 MSEK, vidare estimeras även kapitalet från emissionerna och TO 2 att stärka rörelsekapitalet under år 2024. Dock, är Astor Group i en expansiv fas, där Bolaget estimeras genomföra CAPEX-investeringar, i synnerhet inom kompositverksamheten, vilket förväntas tynga kassaflödet under år 2024. Kassan uppgick vid utgången av 2023 till 15,6 MSEK, vilket kan jämföras mot utgången av Q3-23 om 6,4 MSEK.



Astor Group är en svensk försvars- och industrikoncern, som utvecklar och producerar högteknologiska system för radarstörning, samt agerar underleverantör avseende komponenter till försvarsindustrin samt flera andra industrisegment. Astor Groups koncern består av flera dotterbolag och koncernstrukturen är indelad i två affärsområden, Astor Industry och Astor Tech.

Astor Group är indelade inom två affärsområden verksamma mot försvars- och industrisektorn.

Koncernstruktur Astor Group



Källa: Astor Group

Astor Industry

Urval av kunder inom komposit

BAE SYSTEMS

CANDELA

Astor Groups affärsområde Astor Industry är verksamma inom industriproduktion och utgörs av inriktning inom komposit och precision teknik. Tillverkningen görs för marknader som omfattar både försvarsmateriel och civil materiel. Exempel på produkter är exempelvis komponenter och utrustning till försvarsmateriel, däribland ammunition eller transportmateriel, maritim utrustning, flyg- och fordonsindustrin samt därtöver ett stort antal specialprodukter. Affärsområdet består av dotterbolagen Marstrom Composite och JPC Composite inom komposit och Mikroponent inom laserskärning och etsning med hög precision. Inom kompositverksamheten tillverkar dotterbolagen i synnerhet produkter i kolfiber till försvarsindustrin, maritima näringen, 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 har samordnas och utgörs tillsammans en ledande aktör inom kompositmarknaden, med produktion både i Västervik och Avesta. Astor Group förvärvade under december 2023 dotterbolaget Mikroponent, vilka agerar underleverantör av specialkomponenter till flera aktörer inom försvarssektorn, fordonsindustri och medicinteknik. Förvärvet breddar därmed Bolagets produkterbjudande och besitter överläpande kundbaser.

Astor Tech

Astor III och IIIM har tidigare levererats till



FÖRSVARSMAKTEN



Inom affärsområdet Astor Tech levererar Astor Group färdiga produkter och tjänster som är kritiska för ett modernt försvarslandskap, där produkterna och tjänsterna levereras inom Electronic Warfare (EW). Affärsområdet utvecklar, tillverkar och säljer 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 Försvarsmakten (FM) och Försvarsmaktens Materielverk (FMV). Den tidigare teknikgeneratoren 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** inom affärsområdet Astor Tech, 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 spånt 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 primärt den svenska och europeiska marknaden genom certifiering och regulatoriskt godkännande. Astor Group förväntas även bredda marknaden genom ett svenskt NATO-medlemskap, däribland USA och Kanada, vilket är nära efter ratificering av samtliga medlemsländer.

SAMARBETSAVTAL MED SDTS

Astor Tech och utvecklingen med samarbetspartnern i Frankrike har skapat ett globalt intresse, vilket bland annat har resulterat i att Astor Group har tecknat MoU (Memorandum of Understanding) för anti-drönarteknik med en industriell aktör i Ukraina under år 2023, där det primära målet initialt är utveckling och utvärdering av en prototyp för anti-drönarstörning. Samarbetsprojektet med det ukrainska bolaget innebär att Astor Group anpassar delar av befintlig teknik från teknikgeneratorm (TG) i Astor IV för drönarstörning och innebär att Astor Group breddar produktutbudet inom Astor Tech. Därutöver har Astor Group stärkt säljorganisationen och fortsatt ökat aktivitetsnivån inom Astor Tech, vilket bekräftas av att dotterbolaget My-Konsult har etablerat en säljorganisation i Kanada och Grekland, genom att kontrakterat TDA Connect Inc (Kanada) och Nextron (Grekland).

MoU MED AKTÖR I UKRAINA FÖR ANTI- DRÖNARSTÖRNING

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. Astor Industry upplevde en ökad efterfråga under helåret 2023 och i synnerhet inom kompositverksamheten. För att möta produktionsbehovet kommer Astor Group genomföra investeringar inom Astor Industry, vilket innefattar en utökad maskinpark som möjliggör ökad automation. Marstrom Composite har bland annat avtalat en storskalig CNC-maskin, vilken kan automatisera flera delar av tillverkningen och öppnar upp för egen formtillverkning av kompositdelar. Genom formtillverkning av kompositdelar kommer Marstrom Composite att kunna kontrollera en större del av värdekedjan och på så vis öka marginalerna

AUTOMATISERING AV PRODUKTION INOM KOMPOSIT

2007

Första leveransen
av Astor III

2018

60 % av JPC
Composite
förvärvas

2022

Marstrom
Composite
förvärvas

2022

Resterande 40 %
av JPC Composite
förvärvas

2024

Kommersialisering
av Astor IV



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 radarfrequensband samtidigt.

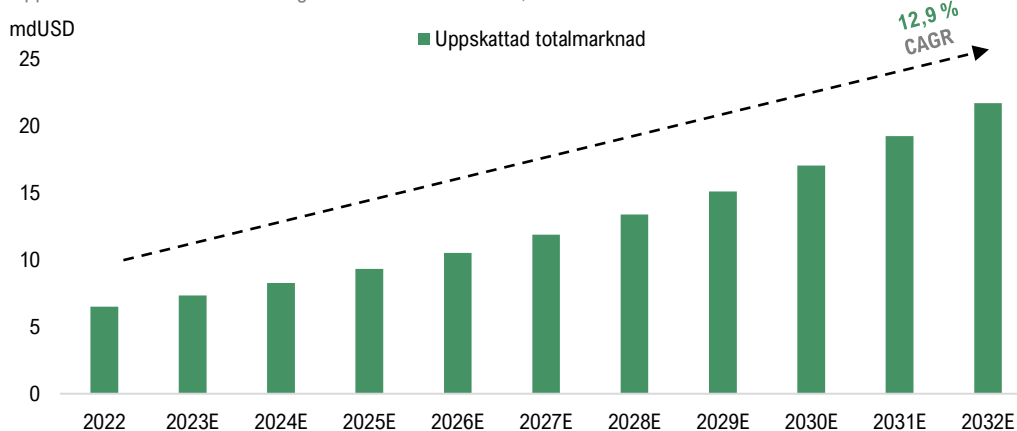
Marknaden för kompositprodukter

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.

21,7 MDUSD
ESTIMERAD
MARKNADS-
STORLEK 2032

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, varpå Sverige är ratificerat av samtliga medlemsländer för närvarande, 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**

**FÖRSVAR-
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 spänt 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

Inom NATO ingår 30 medlemsstater, varav 21 är medlemmar i EU. 2014 ingick Wales-avtalet, där medlemmar förband sig att styra mot att använda 2 % av BNP på försvarsbudgeten.

I Sverige uppgick försvarsbudgeten till 1,2 % av BNP, motsvarande 76,6 mdSEK under år 2022.

Medlemsstater inom EU och/eller NATO

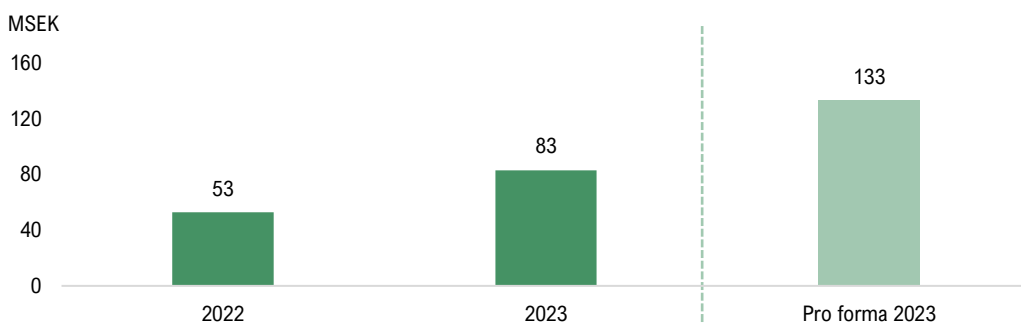
Ej-medlemsstater inom EU eller NATO

European Defence Agency (EDA) hjälper sina 26 medlemsländer att förbättra försvarskapacitet genom samarbete på europeisk nivå. År 2021 uppgick försvarsbudgeten till 214 mdEUR.

Astor Group är en försvarsinriktad koncern och under april 2022 tillträdde Astor Group dotterbolaget Marstrom Composite, såväl som resterande 40 % av JPC Composite, vilket innebär att dotterbolagen är fullt konsoliderade från och med april 2022. Dotterbolaget Marstrom Composites omsättning för helåret 2022 uppgick till cirka 55 MSEK. Under december 2023 förvärvades och konsoliderades Mikroponent, vilka omsatte cirka 50 MSEK (44) under år 2023, men påverkade enbart Astor Groups nettoomsättning med 2,9 MSEK under år 2023. För helåret 2023 uppgick Astor Groups konsoliderade nettoomsättning till 83 MSEK (53), vilket motsvarade en tillväxt om 57 % och en organisk tillväxt om 20 %.

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: Astor Industry

Astor Groups affärsområde Astor Industry avser två dotterbolag Marstrom Composite och JPC Composite verksamma inom komposit, samt företaget Mikroponent som konsoliderades 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. Förvärvet kommer därmed ge full effekt på Bolagets räkenskaper under år 2024. 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 2024 och 2025. Ett steg i samordningen togs när JPC Composite expanderade verksamheten till större lokaler under H2-23, samt genom att Marstrom tecknade en CNC-maskin för automatiserad produktion, vilken estimeras levereras i slutet av år 2024. Kompositverksamheten har uppvisat ett högt tempo under helåret 2023, vilket bekräftas av att orderingen för hela koncernen som uppgick till ca 133 MSEK (74). Utgående orderstock vid Q4-23 uppgick till 150 MSEK, vilket utgör en ny rekordnivå.

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 sedan dess, men komposit estimeras utgöra den största delen av intäktsföring under helåret 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 2023 påvisat en stark tillväxt, vilket blir tydligt sett till större ordrar inom samtliga applikationsområdena. Genom en breddare 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 2023 endast utgör en beräkning genomförd av Analyst Group för att ge en fingervisning och det faktiska utfallet kan avvika. Proforma är baserat Astor Groups bokslutskommuniké 2023, samt pressmeddelanden från Astor Group.

133 MSEK
ORDERINGÅNG
2023

150 MSEK
ORDERSTOCK VID
UTGÅNGEN AV 2023

INTÄKTER FRÅN
FÖRSVAR-
INDUSTRIN
FÖRVÄNTAS
DRIVA
TILLVÄXTEN

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 komponenter tillverkade av metall och kolfiber till försvarsindustrin förväntas succesivt skalas upp och därav utgöra en större andel av intäkterna inom hela Astor Industry framgent. Hittills har försvarsindustrin som nämnt utgjort ca 20 % av intäkterna inom komposit, 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.

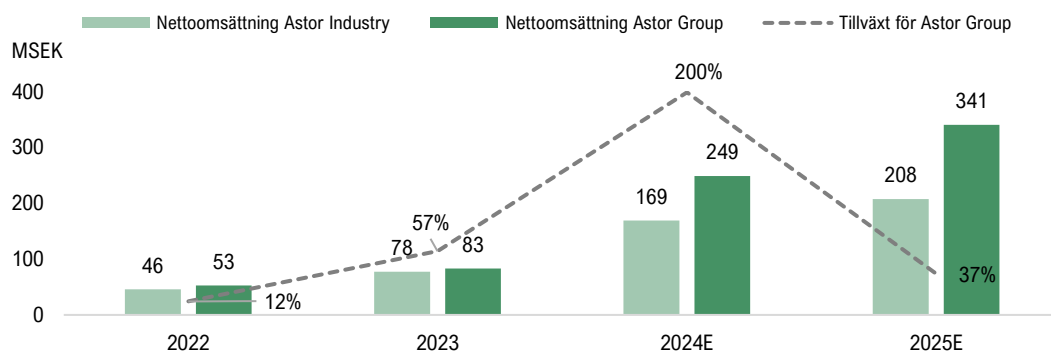
Mikroponent är konsoliderade från december månad 2023, vilka enbart påverkade Astor Groups räkenskaper med en omsättning om 2,9 MSEK under helåret 2023. Under H1-23 uppgick företagets intäkter till 24,5 MSEK och andelen från försvar uppgick till 38 %. Genom Astor Groups goda kontaktnät inom försvarsindustrin och redan etablerade marknadsposition, i kombination överlappande kundbas, estimeras Mikroponent uppvisa en CAGR om cirka 16 %, varav försäljning mot försvar förväntas driva tillväxten.

Givet en ökad produktionstakt och framgångsrik samordning av Marstrom Composite och JPC Composite, i kombination med solid tillväxt inom Mikroponent, förväntas affärsområdet växa med en CAGR om ca 25 % mellan åren 2023-2025 (pro forma 2023). För helåret 2024 prognostiseras intäkterna inom affärsområdet uppgå till ca 169 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.

~25 %
CAGR
(2023-2025) INOM
ASTOR INDUSTRY

Astor Industry förväntas växa med en CAGR om ca 25 % (2023-2025)¹.

Estimerad nettoomsättning verksamheterna inom Astor Industry, såväl som koncernen som helhet, årsbasis



Källa: Analyst Groups prognos

Omsättningsprognos: Astor Tech

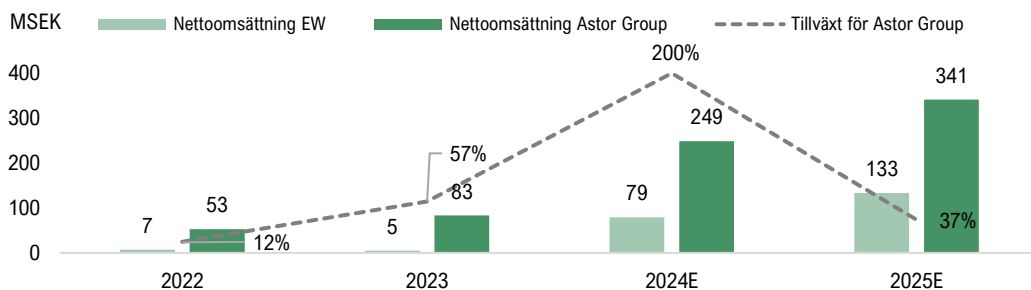
Intäkterna från affärsområdet Astor Tech stod för 14 % under perioden januari - september 2022, vilket motsvarar ca 7 MSEK och har sedan dess inte separat rapporterats. Intäkterna inom affärsområdet härleds till service och uppgradering av tidigare sålda radarstörningssystem (Astor III) till FM/FMV. Totalt har dotterbolaget My-Konsult levererat sju signalgeneratorer, 13 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 år 2024 förväntas Astor IV att testas och givet lyckade resultat förväntas Astor IV att kommersialiseras, vilket skulle innebära ett *Proof-of-Concept* och möjliggör en effektiv 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 internationell 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. I ett Base scenario estimerar Analyst Group att Astor Group säljer det första systemet för radarstörning (Astor IV) under år 2024, givet en effektiv 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

¹ CAGR för nettoomsättning under år 2023-2025 baseras på pro forma 2023.

Första försäljningen av Astor IV förväntas säljas år 2024.

Estimerad nettoomsättning från affärsområde Astor Tech, såväl som koncernen som helhet, årsbasis



Källa: Analyst Groups prognos

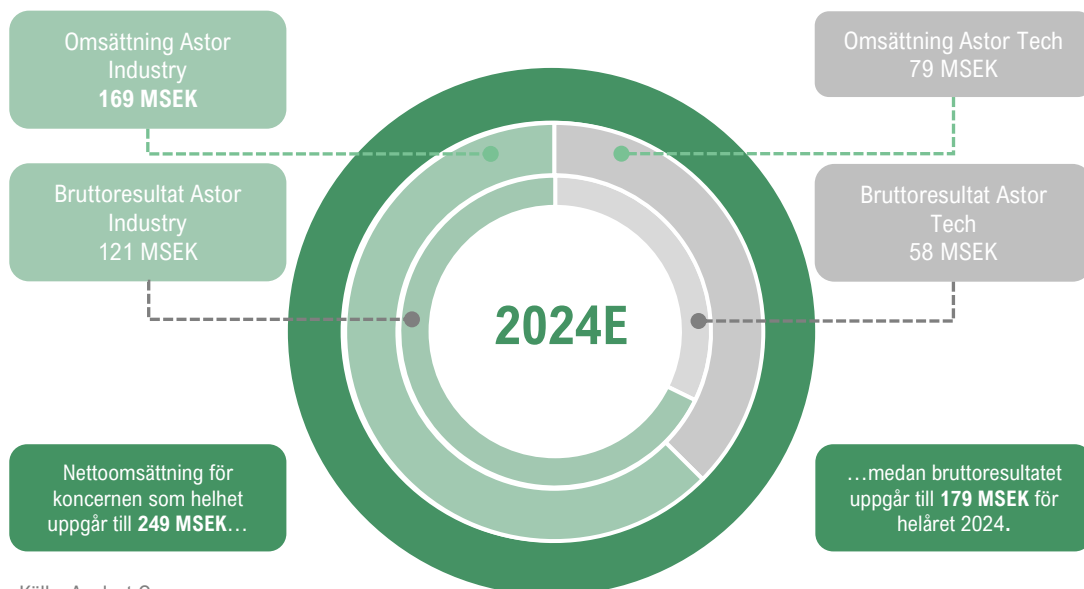
Givet härledda prognoser för Astor Groups båda affärsben, estimeras koncernen uppvisa en nettoomsättning om 249 MSEK under helåret 2024, motsvarande en tillväxt om ca 200 % Y-Y (konsoliderade siffror). Genom utökad produktionstakt och intäktssynergier inom Astor Industry förväntas affärsområdet skalas 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 effektiv 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 %.

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 33 MSEK (konsoliderat) under helåret 2023. Astor Group har idag totalt 81 anställda, varav 22 anställda är ifrån förvärvet av Mikroponent per den 31 december 2023. Därmed är det cirka 59 anställda i resterande del av koncernen, exklusive Mikroponent. I takt med en intensifierad försäljning inom Astor Tech och utökad produktionstakt inom Astor Industry, förväntas Astor Group öka antalet medarbetare framgent för att etablera ett internationellt försäljningsnätverk och upprätthålla en god produktions- och leveransförmåga.

Inom affärsområdet Astor Tech är Bolaget i slutskedet av utvecklingsarbetet och påbörjat kommersialiseringen, varav positiva testresultat möjliggör en effektiv kommersialisering, vilket förväntas innebära ett högre personalbehov och försäljningsinsatser. 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 koncernens personalkostnaderna uppgår till ca 68 MSEK under helåret 2024, motsvarande en andel av nettoomsättningen om cirka 27 %, varav förvärvet av Mikroponent och kommersialiseringen av Astor IV estimeras driva kostnadsposten.

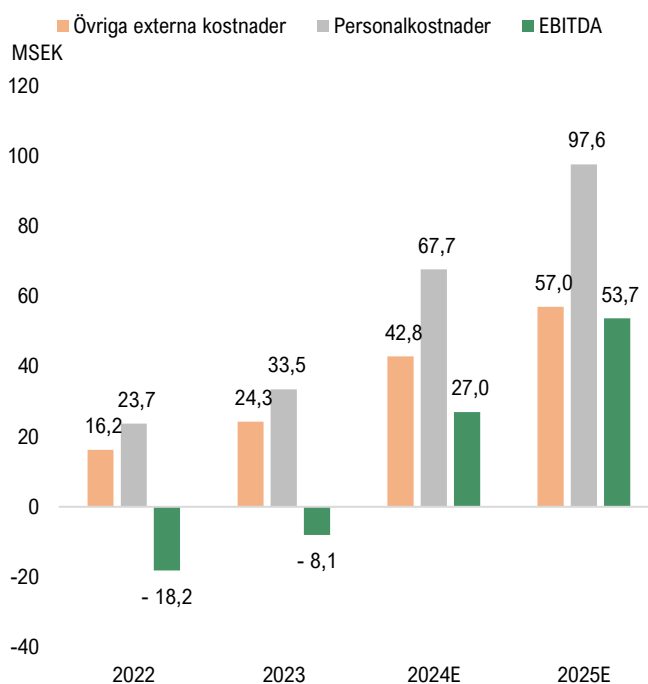
Utöver personalkostnader består rörelsekostnaderna av övriga externa kostnader, vilka uppgick till 24 MSEK (konsoliderat) under 2023, vilket kan jämföras med 16 MSEK (exkl. listningskostnader) under helåret 2022. Övriga externa kostnader består bland annat av lokalkostnader, konsulter, energikostnader, etc., vilka antas öka i takt med ökad marknadsbearbetning, försäljning och produktion. För helåret 2024 estimeras Astor Groups övriga externa kostnader uppgå till ca 43 MSEK och för helåret 2025 uppgå till ca 57 MSEK, motsvarande en andel av nettoomsättning om 17 % respektive 16 %. Sammantaget estimeras rörelsekostnaderna, i absoluta tal, att öka under prognosperioden, dock i en lägre takt än försäljningen, vilket förklaras bland annat av synergieffekterna inom Astor Industry, samt en högre lönsamhet inom affärsområdet Astor Tech i takt med att försäljning av Astor IV infrias. För helåret 2024 prognostiseras de totala rörelsekostnader uppgå till 110 MSEK och för helåret 2025 till 155 MSEK, för koncernen som helhet.

Analyst Group estimerar att Astor Group kommer att öka CAPEX-investeringar under år 2024, samt under helåret 2025, vilket framförallt kommer avse modernisering av maskinparken i både Västervik och Avesta. Astor Group har bland annat aviserat ett inköp av en CNC-maskin om 16 MSEK för att möta en hög efterfråga och följaktligen ett utökat produktionskrav, vilken förväntas öka automation och möjliggöra egen formtllverkning. I ett längre perspektiv antas investeringarna plana ut och med den grund som läggs under år 2024-2025, förväntas koncernen ha bättre möjlighet att skala upp produktionen vid stigande efterfrågan. Då primärt år 2024 förväntas bli ett något mer investeringstungt år än exempelvis 2022 eller 2023, räknar vi med en påverkan även i den löpande rörelsen vilket på kort sikt sätter press på marginalerna. Dock givet att försäljning av Astor IV infrias, estimeras en solid lönsamhet under år 2024, där EBITDA-marginalen estimeras uppgå till cirka 11 %. I takt med att försäljningen skalas upp och behovet av nya investeringar successivt minskar, estimeras marginalerna stiga till en mer antagen normaliserad nivå om 16 % år 2025.

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	2023	2024E	2025E
Nettoomsättning	52,8	83,0	248,6	340,6
Övriga rörelseintäkter	2,0	0,2	0,4	0,6
Totala intäkter	54,8	83,2	249,0	341,2
Handelsvaror	-26,1	-33,5	-111,5	-132,9
Bruttoresultat	28,7	49,7	137,5	208,3
Bruttomarginal	52,4%	59,7%	55,2%	61,0%
Övriga externa kostnader	-23,2	-24,3	-42,8	-57,0
Personalkostnader	-23,7	-33,5	-67,7	-97,6
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	-18,2	-8,1	27,0	53,7
EBITDA-marginal	-34,4%	-9,7%	10,9%	15,8%
Aktiverat arbete ²	12,0	7,0	3,6	0,0
Avskrivningar	-2,9	-3,9	-7,7	-10,0
EBIT	-21,1	-12,0	19,3	43,7
EBIT-marginal	-39,9%	-14,4%	7,8%	12,8%



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.

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	647	70 327	5 773	3 172	1 363	16 256	3 172	525
Börsvärde	280	65 148	4 718	2 989	1 360	14 899	2 989	506
Bruttomarginal	55,2%	24,2%	21,9%	47,7%	58,4%	41%	48%	62,9%
EBITDA marginal	3,9%	22,0%	12,9%	14,6%	15,8%	14%	15%	neg.
Soliditet	21,0%	59,0%	44,0%	55,0%	52,0%	0,46	0,52	41,8%
Skuldsättningsgrad	3,8	0,7	1,3	0,8	0,9	1,5	0,9	1,3
Kapital omsättningshastighet	1,1	0,6	0,9	0,8	0,7	0,8	0,8	0,0
Omsättningstillväxt 1 år	-29,3%	13,4%	2,5%	55,8%	119,9%	32%	13%	57,0%
Omsättningstillväxt CAGR (2022A-2025E)	-8,2%	14,6%	18,1%	41,2%	53,4%	24%	18%	86,1%
EBITDA-marginal 2023E	11,2%	22,0%	12,7%	15,7%	15,8%	15%	16%	10,9%

Jämförelsebolag affärsområde industriproduktion



Exel Composites är ett finskt tillverkningsbolag av pultruderade och draglindade kompositprodukter. Bolaget är verksamma 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, förbättra prestandan och minskar de totala livscykelkostnaderna, samtidigt som den ökar energieffektiviteten och stödjer hållbarhet.

280¹
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 verksamma 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.

65 148²
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 verksamma inom tillverkning och utveckling av industriprodukter och automatiseringsutrustning. Företagets verksamhet är uppdelad i affärsenheterna Industrial solutions, Precision technology och Rotational molding.

4 718
Market Cap (MSEK)

Lista: Mid Cap
Stockholm

Jämförelsebolag affärsområde försvarsindustrin



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.

2 989
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.

1 360
Market Cap (MSEK)

Lista: First North
Stockholm

¹ Baserat på växelkurs EUR/SEK 11,2 per 2024-03-01

² Baserat på växelkurs USD/SEK 10,3 per 2024-03-01

³ Konsoliderade siffror för Astor Group år 2023.

Värdering Astor Industry

Industri- produktion	EV/EBITDA (x)			EV/EBIT (x)			EBITDA margin			Tillväxt YoY		
	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
Exel Composites	15,2	4,9	4,3	-11,8	11,3	7,3	4%	11%	11%	-29%	7%	8%
Hexcel Corp	25,3	16,6	13,8	31,6	24,9	19,2	21%	22%	21%	13%	11%	12%
Xano Industries	13,1	12,7	n.a.	19,2	18,3	n.a.	13%	13%	n.a.	3%	4%	n.a.
Genomsnitt	17,9	11,4	9,0	13,0	18,2	13,3	13%	15%	16%	-4%	8%	10%
Scandinavian Astor Group ¹	neg.	22,3	11,2	neg.	31,3	13,8	neg.	11%	16%	57%	200%	37%

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 2024 estimeras Astor Tech inledningsvis minska EBITDA-resultatet för koncernen som helhet, förklarad av utvecklings- och kommersialiseringskostnader av Astor IV. Astor Industry utgörs av tre dotterbolag 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 4 % och 22 %, varav Astor Groups EBITDA-marginal fluktuerar mellan negativt och 16 % åren 2023 och 2025. Hexcel Corp. förväntas växa starkare än Exel Composites med en genomsnittlig tillväxt för både företag under helåret 2024 uppgår till 8 %, vilket kan jämföras med Astor Group som förväntas växa 200 %, dock via förvärv och organiskt, men likväld genom hög aktivitet inom komposit. Vidare är Hexcel Corp. Ett betydligt större bolag, både sett till marknadsvärde och intäkter, vilket motiverar en värderingsrabatt. Inom Astor Industry 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. Analyst Group estimerar att Astor Group uppvisar både högre tillväxt och besitter högre marginaler avseende affärsmodellen, vilket motiverar en värdering mer i likhet med Hexcel Corp. och Xano Industries, än Exel Composites. Sammantaget uppgår den genomsnittliga EV/EBITDA-multipel för de tre jämförelsebolagen år 2024 uppgår till 11,4x. Givet detta appliceras en målmultipel om EV/EBITDA 11,4x på 2024 års estimerade EBITDA-resultat om cirka 25 MSEK², vilket är marginellt under genomsnittet för Peer-gruppen, och ger ett Enterprise Value om 293 MSEK för affärsområdet Astor Industry. Värderingen är således tolv månader framåtblickande.

293 MSEK
ENTERPRISE VALUE
FÖR ASTOR
INDUSTRY

Värdering Astor Tech

Försvarsindustri	P/S (x)			EV/S (x)			EBITDA margin			Sales Growth YoY		
	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
Mildef Group	2,6	2,3	1,9	2,8	2,4	2,0	8%	15%	16%	56%	15%	17%
W5 Solutions	3,5	2,7	2,2	3,5	2,7	2,2	14%	14%	16%	120%	32%	22%
Genomsnitt	3,1	2,5	2,0	3,1	2,5	2,1	11%	15%	16%	88%	24%	20%
Scandinavian Astor Group ¹	7,1	2,4	1,7	7,3	2,4	1,8	neg.	11%	16%	57%	200%	37%

Affärsområdet Astor Tech estimerades enbart bidra till en mindre del av koncernens nettoomsättning under år 2023, vilket härleddes till ramavtalet med FMV och FM som sträcker sig över flertalet år. 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 2023.

² EBITDA-resultatet beräknas enbart utifrån Astor Industry.

Den starkaste och tydligaste värde drivaren i relativ närtid är en försäljning av Astor IV, där den första försäljningen estimeras under år 2024. Försäljning av ett system är beroende av hur effektiv kommersialiseringen av Astor IV genomförs, där en försenad försäljning estimeras belasta Astor Groups lönsamhet, med uteblivna intäkter och fortsatta kostnader med kommersialiseringen. Dock, om kommersialiseringen genomförs effektivt, där positiva resultat och internationell uppmärksamhet uppnås, förväntas en effektiv 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 effektiv 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 radargenerators såldes till USA, vilket påvisar det internationella intresse. Vidare, har My-Konsult AB tecknat ett ramavtal med Försvarets materielverk (FMV) och Försvarsmakten (FM) under år 2023. Ramavtalen avser service och underhåll av tidigare levererad Astor III system. Det totala värdet för avtalen motsvarar 10,8 MSEK och exekveras enligt avropsförfarande fram tills år 2024 respektive 2025. 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 ett starkt marknadssegment för bolag med exponering mot försvarssektorn och höga försäljningsmultiplarna. Jämförelsebolagens genomsnittliga EV/S-multipel för år 2023 uppgår till 3,1x. För helåret 2025 uppgår den genomsnittliga multipeln för Mildef och W5 Solutions till 2,0x. Givet en framgångsrik testning och effektiv kommersialisering av Astor IV under år 2024, antas Astor Group sälja det första radarstörningssystem under år 2024. Analyst Group anser att en *forward*-multipel om EV/S 2,0x är motiverad för helåret 2025. En *forward*-multipel om 2,1x applicerat på 2025 års estimerade omsättning för affärsområdet Astor Industry, uppgående till ca 133 MSEK, motsvarar ett Enterprise Value om 267 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 213 MSEK.

213 MSEK
ENTERPRISE VALUE
FÖR
ASTOR TECH

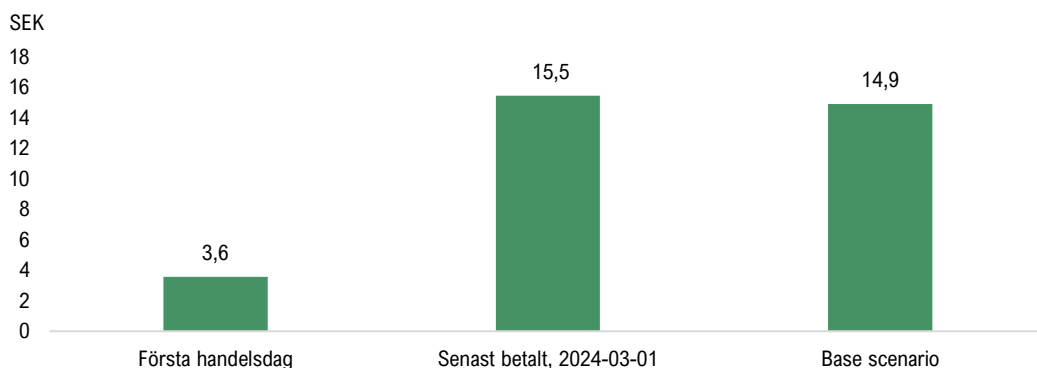
Sammanfattad värdering

Genom en *sum-of-the-parts*-värdering av affärsområdena Astor Industry och Astor Tech inom Astor Group, vilket innefattar samtliga dotterbolag, härleds ett EV om ca 506 MSEK för Astor Group som helhet på 2024 års prognos. Givet en konstant nettoskuld om ca 18 MSEK, motsvarar det ett Market Cap om 488 MSEK, motsvarande 14,9 kr per aktie, i ett Base scenario.

488 MSEK
MARKET CAP
ASTOR GROUP

Illustration av potentiell värdering i ett Base scenario.

Värde per aktie, Base scenario



Källa: Analyst Groups prognos

Bull scenario

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

- Astor Groups satsningar och investeringar inom Astor Industry genomförs framgångsrikt, vilket resulterar i en ökad produktionskapacitet och marginaler, samtidigt som Bolagen accelererar marknadsbearbetning och vinner marknadsandelar. Mikroponent samordnas effektivt i Astor Industry och växer både intjäning som lönsamheten. Affärsområdet bibehåller en hög aktivitet, lyckas erhålla nya kunder inom befintliga och nya industrier, samt upprätthåller en hög leveranskapacitet.
- Astor Group erhåller positiva resultat från testflygningen med Astor IV under inledningen av år 2024, vilket möjliggör en effektiv kommersialisering. De positiva resultatet medför internationell uppmärksamhet och intresse, vilket resulterar i att fler radarstörningssystem säljs under år 2024.
- Astor Group skalar upp koncernen, vilket optimerar koncernens produktion, 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 målmultipel för Astor Industry om EV/EBITDA 11,1x för helåret 2024. EBITDA-resultatet inom affärsområdet estimeras uppgå till 31 MSEK för helåret 2024¹, vilket motsvarar ett Enterprise Value om 346 MSEK. Inom affärsområdet Astor Tech appliceras en *forward*-multipel om EV/S 2,3x. Intäkterna inom affärsområdet estimeras uppgå till 199 MSEK för helåret 2025, vilket, inklusive applicerad diskonteringsränta om 12 %, motsvarar ett Enterprise Value om 450 MSEK. Genom en *sum-of-the-parts*-värdering härleds ett Enterprise Value om ca 704 MSEK för Astor Group som helhet. Givet en konstant nettoskuld motsvarar det ett Market Cap om 685 MSEK, motsvarande 20,9 kr per aktie, i ett Bull scenario.²

20,9 KR
PER AKTIE I BULL
SCENARIO

Bear scenario

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

- Den starka utvecklingen inom Astor Industry stagnerar och en minskad efterfrågan gör att genomförda investeringar belastar kassaflödet. 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. Kommerialisering och försäljning fördröjs och följaktligen intäkterna.
- Astor Groups rörelsekostnader ökar i en högre takt än Bolagets intäkter vilket minskar Bolagets marginaler.

Värderingen baseras på en fundamental ansats, men tar rådande marknadssentiment i beaktning, varför ett bredare värderingsintervall motiveras. I ett Bear scenario appliceras en målmultipel för Astor Industry om EV/EBITDA 10,5x. EBITDA-resultatet inom affärsområdet estimeras uppgå till cirka 15 MSEK för helåret 2023¹, vilket motsvarar ett Enterprise Value om ca 143 MSEK. Inom affärsområdet Astor Tech appliceras en *forward*-multipel om EV/S 1,8x. Intäkterna inom affärsområdet estimeras uppgå till 65 MSEK för helåret 2025, vilket, inklusive applicerad diskonteringsränta om 12 %, motsvarar ett Enterprise Value om 114 MSEK. Genom en *sum-of-the-parts*-värdering härleds ett Enterprise Value om ca 264 MSEK för Astor Group som helhet. Givet en konstant nettoskuld, i linje med tidigare resonemang, motsvarar det ett Market Cap om 245 MSEK, motsvarande 7,5 kr per aktie, i ett Bear scenario.²

7,5 KR
PER AKTIE I BEAR
SCENARIO

¹ EBITDA-resultatet beräknas enbart utifrån Astor Industry.

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 Försvarsmaktens planeringsavdelning, ledamot i Försvarsmaktsledningen, Sveriges militära representant till Nato och EU i Bryssel och Chef för FMV marinmateriel.

Aktieinnehav i Astor Group: 514 336 aktier (1,57 %). 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: 1 310 040 aktier (4,00 %). Innehar 50 000 teckningsoptioner.²



Fredrik Lindblom, VD Astor Industry

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.



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: 30 302 aktier (0,09 %).



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.

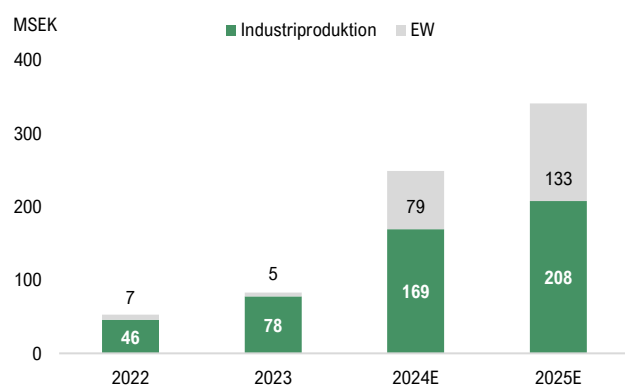
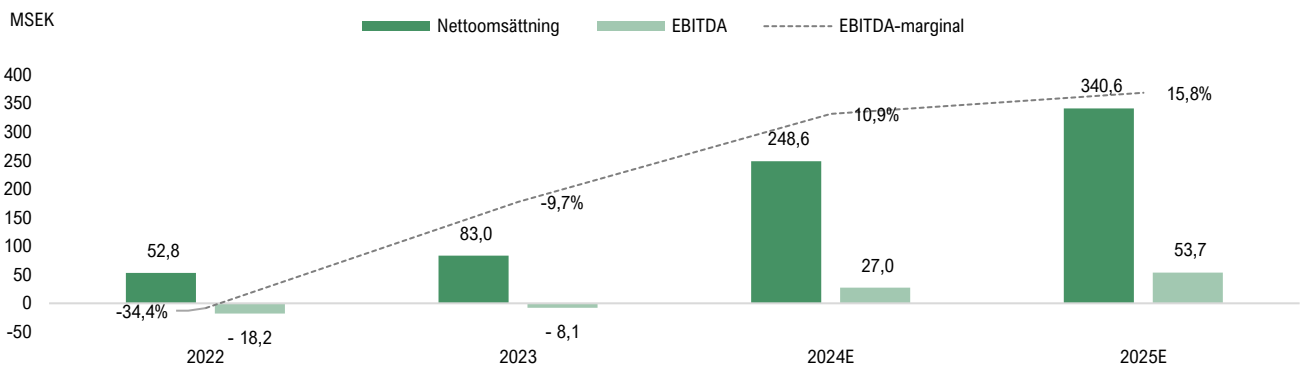


Ola Alfredsson, styrelseledamot

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: 15 150 aktier (0,05 %).

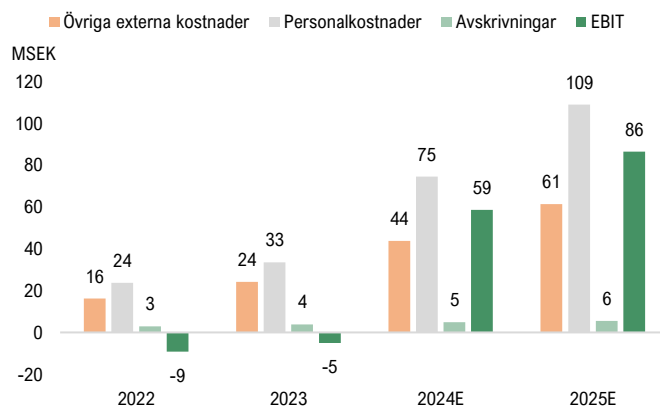
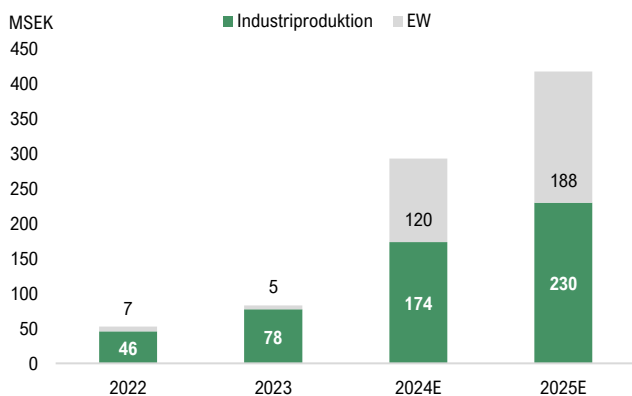
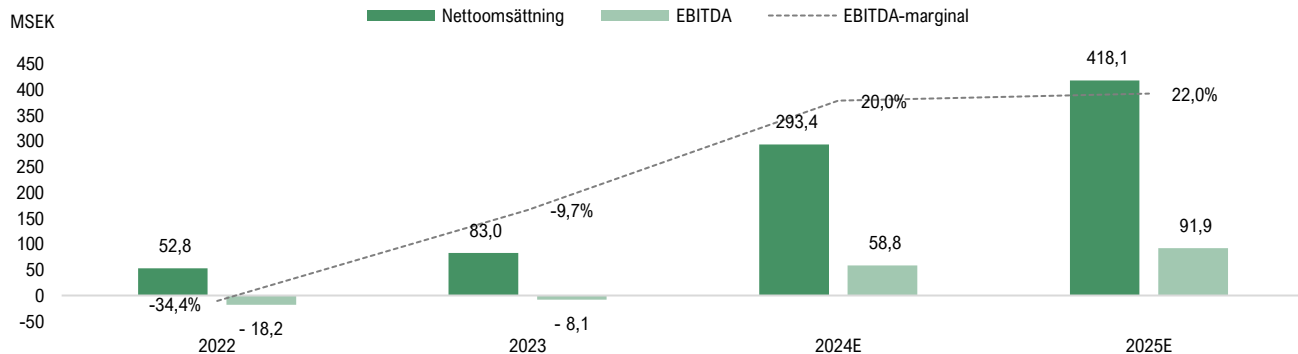
	PROFORMA				
Base scenario (MSEK) ¹	2021	2022	2023	2024E	2025E
Nettoomsättning	47,0	52,8	83,0	248,6	340,6
Övriga rörelseintäkter	3,0	2,0	0,2	0,4	0,6
Totala intäkter	50,0	54,8	83,2	249,0	341,2
Handelsvaror	-20,7	-26,1	-33,5	-111,5	-132,9
Bruttoresultat	29,3	28,7	49,7	137,5	208,3
Bruttomarginal	62,4%	52,4%	59,7%	55,2%	61,0%
Övriga externa kostnader	-12,5	-23,2	-24,3	-42,8	-57,0
Personalkostnader	-26,1	-23,7	-33,5	-67,7	-97,6
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	-9,2	-18,2	-8,1	27,0	53,7
EBITDA-marginal	-19,6%	-34,4%	-9,7%	10,9%	15,8%
Aktiverat arbete ²	0,0	12,0	7,0	3,6	0,0
Avskrivningar	-5,8	-2,9	-3,9	-7,7	-10,0
EBIT	-15,1	-21,1	-12,0	19,3	43,7
Nyckeltal	2021	2022	2023	2024E	2025E
P/S	12,6	11,2	7,1	2,4	1,7
EV/S	12,8	11,4	7,3	2,4	1,8
EV/EBIDA	neg.	neg.	neg.	22,3	11,2
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	31,3	13,8



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.

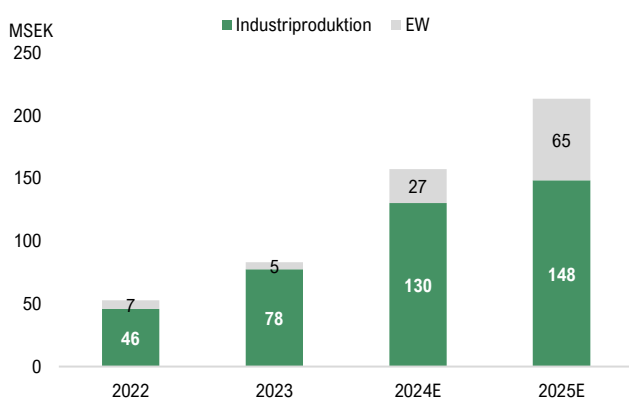
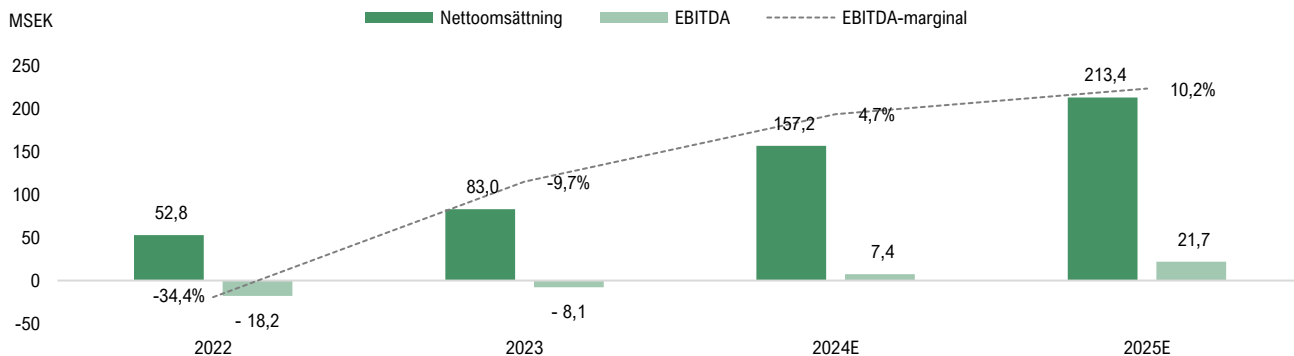
	PROFORMA				
	2021	2022	2023	2024E	2025E
Bull scenario (MSEK)¹					
Nettoomsättning	47,0	52,8	83,0	293,4	418,1
Övriga rörelseintäkter	3,0	2,0	0,2	-0,4	-0,6
Totala intäkter	50,0	54,8	83,2	293,0	417,5
Handelsvaror	-20,7	-26,1	-33,5	-116,0	-155,3
Bruttoresultat	29,3	28,7	49,7	177,0	262,2
Bruttomarginal	58,7%	52,4%	59,7%	60,4%	62,8%
Övriga externa kostnader	-12,5	-23,2	-24,3	-43,7	-61,3
Personalkostnader	-26,1	-23,7	-33,5	-74,5	-108,9
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	-9,2	-18,2	-8,1	58,8	91,9
EBITDA-marginal	-19,6%	-34,4%	-9,7%	20,0%	22,0%
Aktiverat arbete ¹	0,0	12,0	7,0	4,8	0,0
Avskrivningar	-5,8	-2,9	-3,9	-4,9	-5,5
EBIT	-15,1	-21,1	-12,0	53,8	86,4
Nyckeltal	2021	2022	2023	2024E	2025E
P/S	12,6	11,2	7,1	1,7	1,2
EV/S	12,8	11,4	7,3	1,8	1,3
EV/EBIDA	neg.	neg.	neg.	8,9	5,7
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	9,7	6,1



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				
	2021	2022	2023	2024E	2025E
Bear scenario (MSEK) ¹					
Nettoomsättning	47,0	52,8	83,0	157,2	213,4
Övriga rörelseintäkter	3,0	2,0	0,2	0,0	0,0
Totala intäkter	50,0	54,8	83,2	157,2	213,4
Handelsvaror	-20,7	-26,1	-33,5	-82,0	-101,8
Bruttoresultat	29,3	28,7	49,7	75,2	111,6
Bruttomarginal	58,7%	52,4%	59,7%	47,8%	52,3%
Övriga externa kostnader	-12,5	-23,2	-24,3	-26,1	-35,9
Personalkostnader	-26,1	-23,7	-33,5	-41,6	-53,9
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	-9,2	-18,2	-8,1	7,4	21,7
EBITDA-marginal	-19,6%	-34,4%	-9,7%	4,7%	10,2%
Aktiverat arbete ¹	0,0	12,0	7,0	4,8	0,0
Avskrivningar	-5,8	-5,2	-6,4	-7,1	-7,7
EBIT	-15,1	-23,4	-14,5	0,3	14,0
Nyckeltal	2021	2022	2023	2024E	2025E
P/S	12,6	11,2	7,1	3,2	2,4
EV/S	12,8	11,4	7,3	3,3	2,5
EV/EBIDA	neg.	neg.	neg.	70,6	24,2
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	1717,5	37,5



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 informations syfte, 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 2014-2024). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.