

KebNi AB

Stärker musklerna för att möta lyft i efterfrågan

Johan Widmark | 2022-03-30 08:00 | Denna analys är enbart i informationssyfte. Analysen är inte investeringsrådgivning och detta är inte ett erbjudande om att köpa aktier. För mer information, se emergers.se.

Med drygt 10 000 enheter av bärbara engångs-antitankvapnet NLAW levererade från Storbritannien och Luxemburg till kriget i Ukraina finns nu ett stort behov av att både återställa lager och stärka försvarsförmågan i andra ryska grannländer. För att möta den förväntade efterfrågeökningen på KebNis IMU, som ingår i NLAW, planerar bolaget nu att stärka kassan med en kombination av en säkerställd företrädesemission av units på initialt 43,5 MSEK och en riktad emission på 10 MSEK. Men en potential i NLAW väl över 200 MSEK enbart till UK, och flera andra aktiviteter som stödjer KebNi strategiska plan till 2026 ser vi nu stöd för ett motiverat värde på 1,1-1,3 (1,2-1,6) SEK per aktie på 18-24 månaders sikt.

Tillskott på 53,5 MSEK före kostnader + 32 MSEK i jan 2023

Som vi flaggat för tidigare annonserar KebNi nu att man planerar att stärka kassan med en kombination av en fullt säkerställd företrädesemission av units med teckningskurs på 0,45 SEK, motsvarande 0,45 SEK per aktie, på initialt 43,5 MSEK och en riktad emission på 10 MSEK. 11,2 MSEK av företrädesemissionen omfattas av teckningsförbindelser och resterande 25,8 + 6,5 MSEK av så kallade botten- resp. toppgarantier. Totala utspädningen för icke-deltagare uppgår 55% eller 61% om vidhängande teckningsoptioner, med teckningskurs 0,45-1,00 SEK utnyttjas fullt ut i januari 2023.

IMU med affärspotential på 200 MSEK enbart till UK

Den största delen av likviden, 30% väntas gå till att stärka produktionskapaciteten inom IMU-området. KebNi har sedan tidigare ett utvecklingsprojekt med SAAB för utvecklingen av nästa generations NLAW. Man skulle även kunna leverera den sorts IMUer som används i innevarande generations NLAW. Med hänsyn till den avgörande betydelse NLAW haft för att stoppa de ryska pansarvagnarna (vilket det finns gott om vittnesmål om bland annat på sociala medier), kan efterfrågan på NLAW väntas öka markant från andra länder i Rysslands närhet. NLAW är dessutom nära unikt med undantag för en jämförbar konkurrent, den målstyrda amerikanska Javelin, som dock är ca 6x så dyr. En enkel räkneövning visar att om Storbritannien skulle återfylla sina lager efter de 10 000 NLAW man skickat till Ukraina och vi antar ett pris per IMU i nedre ändan av intervallet för den sort som används i NLAW, skulle det innebära en affärspotential på 200 MSEK för KebNi, enbart till Storbritannien. Eftersom tidshorisont och omfattning på sådana affärer än så länge är högst hypotetiska väljer vi att betrakta det som en binär option med hög potential snarare än något vi inkluderar i vår prognos, men noterar samtidigt tilläggsordern från SAAB angående NLAW i mitten på mars i år som indikerar att större saker är på gång.

Upplagt för kraftigt lyft i affärsaktivitet 2022 och 2023

Vid sidan av IMUer för NLAW noterar vi att den senaste tidens nyhetsflöde omfattat en mängd aktiviteter som stödjer bolagets strategiska plan för 2022-2026, vilket är att växa SatCom i en takt över marknadstillväxten samt att matcha Inertial Sensing i storlek 2025, visa positivt rörelseresultat H2 2023 och positivt kassaflöde 2024. Exempelvis börjar Satmission bygga momentum med ett ramavtal i Turkiet som redan resulterat i tre beställningar på totalt 5 MSEK och en nylig order i Polen, samtidigt som bolaget ökat den utländska representationen från ett till 17 länder. Tillsammans med ett flertal pågående diskussioner inom maritima satelliter, den nya IMU-familjen SensAIktion och möjligheten att introducera bolagets kommande applikation för ställningsövervakning i Sydkorea, ger det stöd för ett kraftigt lyft i affärsaktivitet under 2022 och 2023. Även om storleken på den planerade emissionen indikerar en mer offensiv satsning än vår tidigare förväntan om en emission på 20 MSEK, vidhåller vi vår prognos om en kraftig

Läs även vår analys

Ny strategi med
utväxling på
satsningar från 2022
| Se intervju med vd
Torbjörn Saxmo

emergers.se/kebni_e

KebNi AB (publ)

Fair Value, SEK (18-24 m)	1,1 - 1,3
Current Price, SEK	0,66
Number of Shares (Millions)	96,7
Market Capitalisation (MSEK)	63
Net Debt (MSEK)	-15
Enterprise Value (MSEK)	48
Market	First North



omsättningsökning i år och nästa år till 46 MSEK resp. 83 MSEK, med positivt rörelseresultat H2'23. Med ett accelererande momentum i aktivet och utvecklingssatsningar, och justerat för tillskottet till kassan och nya aktier, ser vi nu stöd för ett motiverat värde baserat på DCF och jämförelsemultiplar på 1,1-1,3 (1,2-1,6) SEK per aktie på 18-24 månaders sikt.

MSEK	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Sales	39	18	46	83	113
EBITDA	-26	-29	-13	4	17
EBIT	-35	-38	-22	-5	8
EPS Adjusted	-0,59	-0,39	-0,10	-0,02	0,03
Sales Growth, %	10,7	-52,6	153,5	79,3	36,2
EBITDA Margin, %	-67,1	-161,2	-27,3	4,5	14,8
EBIT Margin, %	-91,8	-209,6	-46,4	-6,2	7,0
EV/Sales	1,91	3,28	2,07	1,41	0,93
EV/EBITDA	n.a.	n.a.	n.a.	31,6	6,3
EV/EBIT	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	13,4
P/E	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	25,9

Source: Emergers

Bolagsbeskrivning

KebNi AB (publ.), tidigare ASTG AB fram till juli 2020, är verksamt inom teknik, produkter och lösningar för säkerhet, positionering och stabilisering. Bolaget har lång erfarenhet inom lösningar för maritima satellitantenner och tröghetssensorsystem för rörelseavkänning.

Bolaget har idag verksamheter inom två olika segment: SatCom och tröghetsrörelsesensorer, Inertial Sensing (IMU).

Inom **SatCom** rymms två produktområden

- **Maritime** – innovativa 4-axliga stabiliserade VSAT-terminaler för främst maritima installationer.
- **KebNi Land** - Satmission by KebNi - så kallade Drive-Away-antennor där fordonet står still vid satellitkontakt.

Inertial Sensing (inertial measurement unit eller IMU) avser avancerade tröghetssensorsystem för mätning av rörelse i tre dimensioner. IMU är en central komponent i bolagets stabiliserade satellitplattformar men säljs även till externa kunder för andra applikationer.

Inom Inertial Sensing satsar KebNi både på att erbjuda IMU:er som produkt, alltså insatsvara till andra bolags applikationer, exempelvis inom försvar eller automotive, samt att erbjuda egna applikationer. Hittills har bolaget presenterat sina planer för den första av fem sådana egna applikationer, övervakning av ställningsbyggen. Se vår rapport **Ställningsbyggen fokus i KebNis nya vertikal med hög potential** (https://www.emergers.se/kebni_c/).

Strategisk plan för 2022-2026

Med fokus på tillväxttrenderna ”Space”, ”Automation” och ”Connectivity” siktar KebNis nya strategiska plan för 2022-2026 på att växa de två produktområdena inom SatCom i en takt över marknadstillväxten samt att matcha Inertial Sensing i storlek 2025. Inom SatCom väntas Maritime-segmentet växa 20% medan Land-segmentet totalt sett betraktas som moget med 4% marknadstillväxt. Samtidigt vill KebNi nu vill expandera SatCom Land från fokus på broadcast till även myndigheter och militär som väntas visa en marknadstillväxt på hela 40%.

Även inom Inertial Sensing vilar strategin på en hög marknadstillväxt och nya produktsatsningar inom både IMU:er som produkt, med kundfinansierade utvecklingsprojekt inom ”Tactical” och ”Navigation”, såväl som egna applikationer som övervakning av ställningsbyggen (där vi ser en långsiktig global potential på årsintäkter över 100 MSEK), som utgör den första av fem applikationer till 2026.

Sammantaget är KebNis viktigaste kommunicerade mål i den strategiska planen 2022-2026:

- Positivt rörelseresultat andra halvåret 2023
- Positivt kassaflöde under 2024
- Växa Satcom mer än marknaden under 5-års perioden
- Inertial Sensing och SatCom ska vara lika stora 2025

Tidplan för företrädes- och riktad emission

2 maj 2022	Sista handelsdag inklusive rätt att erhålla uniträtter
2 maj 2022	Rapport Q1
3 maj 2022	Offentliggörande av prospekt
4 maj 2022	Avstämningsdag för deltagande i Företrädesemissionen
5-19 maj 2022	Teckningsperiod
24 maj 2022	Offentliggörande av utfall i Företrädesemissionen

Värdering - gott om utrymme på uppsidan

KebNi har en lång period av förluster bakom sig, som också väntas fortsätta minst två år in i framtiden. Samtidigt har bolaget gjort, och fortsätter att göra, betydande investeringar i teknikutveckling som ännu inte omsatts till kommersiella avtal. En värdering av bolaget är därför förknippad med en särskild hög osäkerhet. Den här analysen använder en tvådelad approach med både multiplar på framtida förväntad försäljning och vinst (EV/Sales, EV/EBITDA och P/E) och en nuvärdesberäkning av framtida kassaflöden (DCF) diskonterade till idag med en diskonteringsränta (WACC) på 12%.

Då vår prognos visar att bolaget inte kan nå dessa framtida vinster utan ytterligare kapitaltillskott räknar vi en ytterligare utspädning vid en emission på 20 MSEK. Sammantaget visar våra beräkningar stöd för ett motiverat värde på 1,1-1,3 SEK per aktie på 18-24 månaders sikt baserat på DCF och multiplar.

DCF Key Assumptions

WACC	12%
Long-term EBITDA-margin	22%
Long-term CAPEX as share of sales	3%
Terminal Value EBITDA-multiple	12x
Total NPV, MSEK	246
NPV per share, SEK	1,2

Source: Emergers

En kvantitativ jämförelse med peers visar också att KebNi handlas till en hög rabatt jämfört med peers, som i nästan samtliga fall visar förluster på EBITDA-nivå. Sammantaget ser vi därför gott stöd för vår värdering och noterar att det finns gott om utrymme på uppsidan om KebNi lyckas vända sentimentet till aktien och återfå marknadens förtroende.

KebNi AB (publ)

Income Statement

MSEK	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Sales	6,8	34,8	38,5	18,3	46,3	83,0	113,1
Operating Costs	-17,8	-39,7	-64,4	-47,7	-59,0	-79,3	-96,4
EBITDA	-11,0	-4,9	-25,9	-29,4	-12,7	3,7	16,8
Depreciation	-1,1	-7,3	-9,5	-8,9	-8,9	-8,9	-8,9
Amortisation of Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	-12,1	-12,2	-35,4	-38,3	-21,5	-5,1	7,9
Non-recurring Items	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Associated Companies	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Net Financial Items	-1,5	-3,3	-2,1	0,4	0,0	0,0	0,0
Pre-tax Result	-13,6	-15,5	-37,4	-37,9	-21,5	-5,1	7,9
Tax	0,0	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,0	-1,6
Minority Interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Net Result	-13,6	-15,5	-37,5	-37,8	-21,5	-5,1	6,3

Capital Expenditure

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Capital Expenditure, Absolute	6,8	5,0	5,0	1,3	1,4	2,5	3,4
As a Pct of Sales	100,0	14,4	13,0	6,9	3,0	3,0	3,0
Depreciation Multiple	6,2	0,7	0,5	0,1	0,2	0,3	0,4

Key Ratios

Share Price: SEK 0,66

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Share Price at 31 Dec	7,80	4,25	1,33	0,77	0,66	0,66	0,66
Number of Shares (Millions)	7,3	12,8	63,4	97,5	215,7	247,9	247,9
Market Cap	57,0	54,4	84,1	75,1	141,5	162,6	162,6
Enterprise Value	68,1	46,3	73,5	59,9	95,9	117,4	105,6
EPS (Reported)	-1,86	-1,21	-0,59	-0,39	-0,10	-0,02	0,03
EPS (Adjusted)	-1,86	-1,21	-0,59	-0,39	-0,10	-0,02	0,03
CEPS	-1,15	-1,71	-0,11	-0,38	-0,07	0,01	0,06
P/CEPS	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	43,8	10,7
Book Value/Share	2,0	4,0	1,0	0,6	0,2	0,1	0,2
P/BV	3,8	1,1	1,3	1,2	2,9	4,6	3,9
Dividend	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividend Payout Ratio (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Sales	10,0	1,3	1,9	3,3	2,1	1,4	0,9
EV/EBITDA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	31,6	6,3
EV/EBIT	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	13,4
P/E (Adjusted)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	25,9
Sales Growth, Y/Y (%)	n.a.	411,8	10,7	-52,6	153,5	79,3	36,2
EBIT Growth, Y/Y (%)	n.a.	0,6	190,6	8,2	-43,8	-76,1	-253,9
EPS Growth (Adjusted), Y/Y (%)	n.a.	-35,1	-51,0	-34,4	-74,3	-79,2	-222,2
EBITDA Margin (%)	-161,8	-14,0	-67,1	-161,2	-27,3	4,5	14,8
EBIT Margin (%)	-177,9	-35,0	-91,8	-209,6	-46,4	-6,2	7,0
Return on Equity (%)	n.a.	-47,2	-64,6	-59,5	-42,1	-13,6	16,4
Tax Rate (%)	0,0	0,0	-0,2	0,1	0,0	0,0	20,6

Financial Position

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Interest-Bearing Net Debt	11	-8	-11	-15	-46	-45	-57
Net Debt/Equity	75,0	-15,9	-16,2	-24,5	-113,1	-128,6	-137,5
Equity Ratio	35,7	83,0	78,0	67,0	35,0	32,4	36,1
Net Debt/EBITDA	-1,0	1,7	0,4	0,5	3,6	-12,2	-3,4

Source: Emergers, Company reports

Johan Widmark | Tel: 0739196641 | Mail: johan@emergers.se

DISCLAIMER

Information som tillhandahålls här eller på Emergers webbplats emergers.se är inte avsedd att vara finansiell rådgivning. Emergers mottar ersättning för att skriva om bolaget på den här sidan. Bolaget har givits möjlighet att påverka faktapåståenden före publicering, men prognoser, slutsatser och värderingsresonemang är Emergers egna. Analysartiklar skall ej betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i bolagen som det skrivs om. Emergers kan ej garantera att de slutsatser som presenteras i analysen kommer att uppfyllas. Emergers kan ej hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys. Investerares uppmanas att komplettera med ytterligare material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. För fullständiga villkor se emergers.se.