



Penser Access by Carnegie

Försvarsindustri | Sverige | 29 april 2024

MilDef Group

Ett volatilt kvartal

Svag start på året

Efter en rekordstark avslutning på 2023 inleddes 2024 svagt. Jämförelsetalen var tuffa till följd av engångsintäkter i jämförelsekvartalet, varför det var väntat att inledningen av 2024 skulle vara åt det mjukare hållet. Omsättningen minskade med 18% y/y, men justerar vi för engångsintäkterna var omsättningen på samma nivå som föregående år. Skalbarheten i verksamheten återspeglas både på uppsidan när omsättningen är hög och på nedsidan när omsättningen är lägre. EBITDA-marginalen uppgick till 3,7% jämfört med 12% föregående år. MilDef fick ingen större order under Q1, vilket ledde till att ordergången sjönk till 215 mkr (343). Ordergången saknade större ordrar, men visade en ökning av små och medelstora ordrar.

Behåller försäljningsestimaten för kommande kvartal

Utvecklingen var lägre än vi förväntat oss. Vi hade räknat med att omsättningen skulle komma in i linje med föregående år. Till följd av att ordergången under inledningen av Q2 har varit stark behåller vi våra försäljningsestimat för kommande kvartal. Förändringarna som görs återspeglar främst avvikelsen för Q1. För att nå våra 2024 års försäljningsestimat måste MilDef addera 216 mkr i ordergång för innevarande år, utöver det som redan finns i orderboken för 2024. Vi anser detta vara möjligt i förhållande till bolagets historiska förmåga, att Estlandsordern ska börja levereras under 2024, samt för att tendenser i marknaden visar att leveranser ska ske så snabbt som möjligt. Det gör att MilDef kan få fler ordrar med kort tid till start av leverans, likt den till Estland.

Stark ordergång under inledningen av Q2

Under inledningen av Q2 har MilDef annonserat den näst högsta ordergången för ett kvartal någonsin. Ordern från Bofors var väntad, men Handhelds order och den från Estland hade vi inte förväntat oss. Vi ser potential till flera ordrar under Q2. Dels den större uppföljande volymorden från ett oannonserat europeiskt Natoland, dels finns det möjlighet att leverera mer till Slovakien och Tjeckiens CV90-ordrar. Vi sänker vårt motiverade värde till 87-95 kr per aktie från tidigare 95-100.

Estimatändring			Prognos (mkr)				Värde och risk			
	24e	25e	26e	2023	2024e	2025e	2026e	Motiverat värde	87,0 - 95,0 kr	
Totala intäkter	-4,0%	-4,0%	-4,0%	1 151	1 222	1 429	1 641	Aktiekurs	64,1 kr	
EBITDA, just.	-19,7%	-6,3%	-4,1%	Tillväxt	56%	6%	17%	15%	Riskenivå	Medel
EPS, just.	-38,1%	-10,7%	-6,2%	EBITDA, just.	168	164	239	307	Kursutveckling 12 mån	
Kommande händelser			EBIT, just.	108	98	166	227			
Q2 - rapport		25 juli 2024	EPS, just.	1,7	1,2	2,7	3,9			
Q3 - rapport		25 oktober 2024	EPS-tillväxt, just.	353%	-27%	116%	46%			
Bolagsfakta (mkr)			EK/aktie	21,0	21,8	23,7	26,7			
Antal aktier		40m	Utdelning per aktie	0,0	0,5	0,8	1,0			
Börsvärde		2 555	EBIT-marginal	9,4%	8,0%	11,6%	13,8%			
Nettoskuld		268	ROE, just.	8,4%	5,8%	11,8%	15,6%			
EV		2 823	ROCE, just.	10,8%	8,9%	14,5%	18,6%			
Free float		72%	EV/Sales	2,4x	2,3x	2,0x	1,7x			
Daglig handelsvolym, snitt		143k	EV/EBITDA	16,5x	17,2x	11,8x	9,2x			
Bloomberg Ticker		MILDEF SS EQUITY	EV/EBIT	25,6x	28,8x	17,0x	12,4x	Intressekonflikter		
Analytiker			P/E, just.	38,4x	51,4x	23,8x	16,3x	Yes	No	
Hugo Lisjo			P/EK	3,1x	2,9x	2,7x	2,4x	Likviditetsgarant	✓	
hugo.lisjo@carnegie.se			Direktavkastning	0,0%	0,8%	1,2%	1,6%	Certified adviser	✓	
			FCF yield	0%	1%	3%	5%	Transaktioner 12m	✓	
			Nettoskuld/EBITDA	0,9x	1,0x	0,4x	0,1x			

Investment case

Militärens moderniserings- och digitaliseringsresa driver tillväxten för MilDef:

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

Försvarsindustrin ser kraftig tillväxt efter många år av underinvesteringar:

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

Ett välskött tillväxtbolag med goda kassaflöden:

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

Bolagsbeskrivning

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

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

Värdering

Då orderboken är så pass lång som den är och marknaden är relativt stabil över tid samt är kontracyklisk eftersom den beror på politiska beslut, värderar vi MilDef med en kassaflödesanalys. Med en WACC på 8,5%, långsiktig EBIT-marginal på 15% och långsiktig tillväxt på 3% får vi ett värde på 91 kr. Våra estimat inkluderar inte förvärv, och därför kan M&A bidra till ytterligare potential utöver vårt motiverade värde.

Motiverat värde

87-95 kr.

Kvartalet i korthet

Tecknade två samarbetsavtal under kvartalet

En av kvartalets stora händelser är samförståndsavtalet med världens största försvarskoncern, Lockheed Martin. Avtalet avser utforska samarbetsmöjligheter inom Sveriges flyg- och rymdsektor. Inom flygsektorn är det inte stridsflygplan som är aktuellt, Sverige kommer fortsätta att köpa JAS av Saab. Istället kan det bli gälla transportplan. I dagsläget använder Sverige transportplanen Hercules som tillverkas av Lockheed Martin. Som första europeiska land köpte Sverige 1965 sitt första Herculesplan. Sverige har idag sex stycken Hercules. Dessa börjar bli gamla och behöver bytas ut, vilket innebär möjligheter för Lockheed Martin och MilDef.

Samarbetsavtalet mellan parterna går ut på att identifiera möjligheter där parternas expertis och lösningar passar in i respektive parts projekt. För MilDef innebär detta en möjlighet att deras produkter kan integreras i Lockheed Martins globala ekosystem för flyg- och försvarsindustrin. Det är svårt att avgöra vad avtalet kan mynna ut i för MilDef, men att en världsledande aktör som Lockheed Martin väljer att samarbeta visar att MilDefs produkter och tjänster håller hög klass.

Det andra samarbetsavtalet är ett tioårigt ramavtal med BAE Systems Bofors, som bland annat tillverkar och säljer artillerisystemet Archer. Parterna har samarbetat tidigare, men ramavtalet fördjupar samarbetet. Under inledningen av 2023 fick MilDef en order värd 69 mkr från Bofors och efter kvartalets utgång fick MilDef ytterligare en order till ett värde av 52 mkr. Den senaste orden bestod till 50% av nya produkter och till 50% av reservdelar. Vi kopplar denna order till Sveriges beställning av 48 st Archers, vilket innebär ett ungefärligt ordervärde för MilDef om ca 0,5 mkr per fordon. Ramavtalet stärker även MilDefs kontaktytor och relation med brittiska BAE Systems. MilDef levererar nämligen till flera av koncernens dotterbolag – Bofors, Hägglunds och RBSL.

Hercules transportplan av Lockheed Martin



Källa: Lockheed Martin, Penser by Carnegie

Archer producerad av BAE Systems Bofors



Källa: BAE Systems, Penser by Carnegie

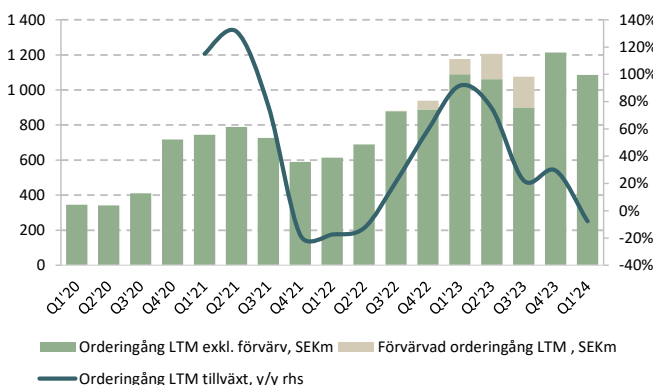
Godkänd ordergång under Q1 och stark inledning av Q2

Q4'23 innehöll flera stora ordrar och koncernen har hittills annonserat tre större ordrar under Q2'24. Q1'24 blev ett av de mellankvartal som saknade större ordrar. Jämför vi ordergången under kvartalet med den historiska ordergången, exklusive annonserade större ordrar, var den över snittet. Sedan 2022, då vi börjar se Ukraina-effekten, har värdet på små och mellanstora ordrar i snitt varit 187 mkr per kvartal. Det innebär att kvartalets ordergång om 215 mkr var 15% över snittet av små och medelstora ordrar sedan 2022.

De tre större ordrar som annonserats under Q2 visar på olika sätt hur MilDef fortsätter att utvecklas. Handhelds order, värd 69 mkr, visar flera intressanta saker. Dels att synergierna mellan MilDef och Handheld ökar, både inom utveckling och försäljning, dels att koncernen utvecklar och säljer mer än sina 19"/2-produkter. Koncernens ultra-ruggade 7" tablets kommer att användas som skärm och styrdator för nanodronare. Vi tror att Teledyne FLIR är motparten då dessa fick en order på nanodronare samma dag som MilDef annonserade att de börjat samarbeta med en leverantör av just nanodronare. Det finns potential till ytterligare volymer om motparten säljer fler system.

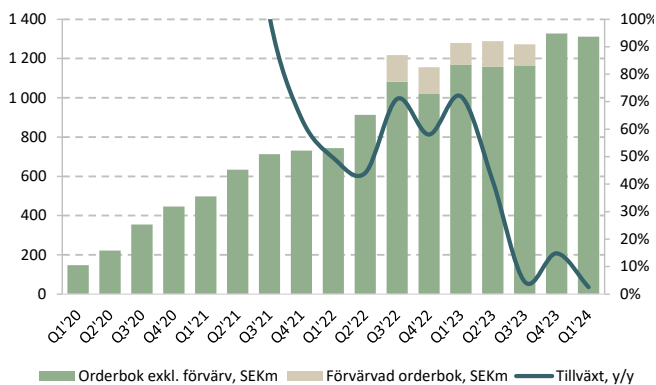
Den andra ordern lades av Bofors, vilken nämnts tidigare. Den tredje ordern var till Estland och vanns tillsammans med en lokal partner. Ordern visar hur MilDef arbetar med partners för att på ett effektivt sätt växa utanför sin hemmamarknad. Detta är den största order som bolaget fått från Estland och innefattar IT-system som ska monteras i pansarfordon. Orderns storlek och att det är system som ska monteras i plattformar tyder på ett fördjupat samarbete. Då Estland beställt pansarfordon från Turkiska Otokar som ska börja levereras under slutet av 2024, samtidigt som MilDef ska börja leverera, bedömer vi att det är i dessa fordon som produkterna kommer att monteras.

Orderingången under Q1 saknade större ordrar



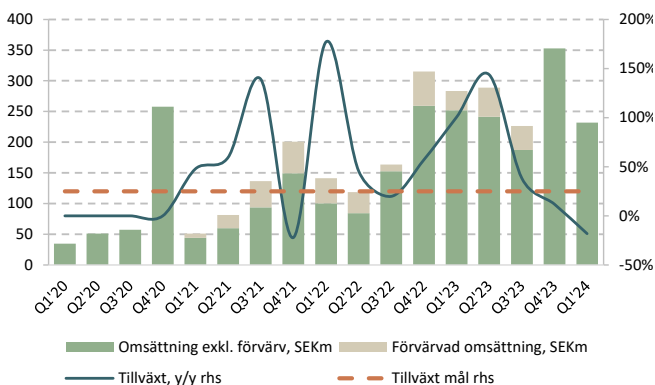
Källa: MilDef, Penser by Carnegie

Orderboken hade en negativ valutaeffekt om 20 mkr



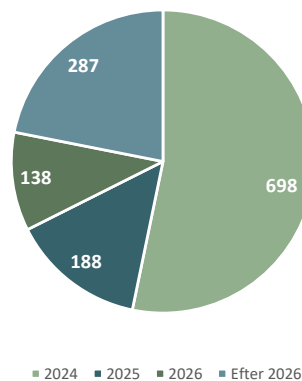
Källa: MilDef, Penser by Carnegie

Även justerat för engångsintäkter i jämförelsekvartalet var omsättningen klart lägre än vad bolaget har som mål



Källa: MilDef, Penser by Carnegie

Orderboken för det innevarande året är 9% högre än samma period föregående år



Källa: MilDef, Penser by Carnegie

Avvikelser och prognosförändringar

Under våra förväntningar

Det var väntat att kvartalet skulle vara åt det svagare hållet i och med att Q1 är ett säsongsmässigt svagt kvartal och att det var tuffa jämförelsetal. Dock var kvartalet svagare än vi förväntat oss. Vi förväntade oss 0% tillväxt, men utfallet blev -18% eller 0% om vi justerar för engångsintäkterna i jämförelsekvartalet.

Då MilDefs verksamhet är skalbar påverkas marginalen på både upp och nedsidan beroende på omsättningen. OPEX hölls relativt stabilt och marginalförsämringen tillskrivs således omsättningsminskningen.

Utfallet var under våra förväntningar och beror främst på lägre omsättning än vi förväntat oss

SEKm	2022				2023				Q1a	Penser by Carnegie		2024		
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4		Q1	dev.	Q2e	Q3e	Q4e
Nettoomsättning	141	119	164	315	283	289	227	353	232	283	-18,0%	289	265	435
Bruttoresultat	67	58	83	145	128	145	113	170	112	140	-19,6%	143	132	212
Bruttomarginal	47,1%	48,9%	50,9%	45,8%	45,3%	50,1%	50,0%	48,2%	48,4%	49,4%	-1,0pp	49,6%	49,7%	48,6%
Tillväxt y/y	177,1%	45,8%	19,8%	57,1%	100,4%	143,7%	38,4%	11,9%	11,9%	0,0%	-18,1pp	0,0%	17,2%	23,4%
Organisk	82,9%	4,2%	11,6%	29,4%	77,8%	104,4%	14,4%	11,9%	-18,1%	0,0%	-18,1pp	0,0%	0,0%	0,0%
Förvärvad	94,1%	41,6%	8,2%	27,7%	22,6%	39,3%	23,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0pp	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA	6	-10	20	43	34	48	27	60	9	41	-79,1%	43	33	79
EBITDA-marg.	4,5%	neg.	12,2%	13,8%	12,0%	16,5%	11,7%	17,0%	3,7%	14,6%	-10,9pp	14,9%	12,5%	18,1%
EBIT	0	-15	13	32	22	34	11	41	-7	25	-127,8%	27	17	61
EBIT-marg.	0,1%	neg.	7,6%	10,0%	7,7%	11,6%	5,0%	11,7%	neg.	8,8%	-	9,3%	6,4%	14,0%
Finansiellt netto	-1	0	-5	-4	-4	-5	-6	-5	-7	-9	-	-9	-9	-8
Inkomstskatt	1	2	-1	-7	-2	-7	0	-11	2	-3	-	-4	-2	-11
Nettoresultat	0	-13	7	21	16	21	6	26	-12	12	-192,3%	14	6	42
EPS, justerad (kr)	0,01	-0,36	0,18	0,51	0,40	0,53	0,14	0,63	-0,29	0,31	-192,3%	0,34	0,16	1,03

Källa: MilDef, Penser by Carnegie

Vi genomför inga större prognosförändringar

Förändringarna beror främst på kvartalets lägre utfall jämfört med våra förväntningar. Utöver det justerar vi bruttomarginalen till följd av att bolaget kommunicerat att Q2 och Q3 inte kommer att möta fjolårets höga nivåer. Även Q2 möter tuffa jämförelsetal då även det jämförelsekvartalet innehöll stora engångsintäkter, om 50 mkr. Vi behåller våra försäljningssestimat då marknaden uppvisar en del nya, och för MilDef positiva karakteristika, beskrivet nedan.

Förändringarna beror på utfallet som var lägre än vi räknat med

SEKm	Nya prognoser				Gamla prognoser			Förändring (%)		
	2023	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e
Nettoomsättning	1 151	1 222	1 429	1 641	1 273	1 489	1 710	-4,0%	-4,0%	-4,0%
Kostnad sålda varor	-595	-622	-722	-823	-638	-744	-855	-2,4%	-2,9%	-3,7%
Bruttoresultat	556	599	706	818	635	745	855	-5,6%	-5,1%	-4,3%
Bruttomarginal	48,3%	49,0%	49,4%	49,8%	49,9%	50,0%	50,0%	-0,8pp	-0,6pp	-0,2pp
Försäljningskostnader	-283	-313	-344	-368	-314	-358	-383	-0,4%	-4,0%	-4,0%
Administrationskostnader	-86	-100	-111	-120	-98	-116	-125	1,9%	-4,1%	-4,2%
Forsknings- och utvecklingskostnader	-81	-88	-87	-105	-88	-91	-110	0,4%	-4,3%	-4,4%
Övriga rörelseintäkter/-kostnader	1	-1	2	2	2	2	2	n.m.	0,0%	0,0%
EBITDA, justerad	168	164	239	307	204	255	320	-19,7%	-6,3%	-4,1%
Just. EBITDA-marginal	14,6%	13,4%	16,7%	18,7%	16,0%	17,1%	18,7%	-2,6pp	-0,4pp	0,0pp
Totala av-/nedskrivningar	-60	-66	-72	-80	-67	-73	-81	-1,3%	-1,3%	-1,3%
EBIT, justerad	108	98	166	227	137	181	239	-28,6%	-8,3%	-5,0%
Just. EBIT-marginal	9,4%	8,0%	11,6%	13,8%	10,8%	12,2%	14,0%	-2,8pp	-0,5pp	-0,1pp
Finansiellt netto	-20	-33	-29	-26	-34	-27	-25	-3,5%	5,6%	5,8%
Inkomstskatt	-20	-15	-29	-42	-22	-32	-45	-32,8%	-10,7%	-6,2%
Periodens nettoresultat, justerad	69	50	108	159	81	121	169	-38,1%	-10,7%	-6,2%

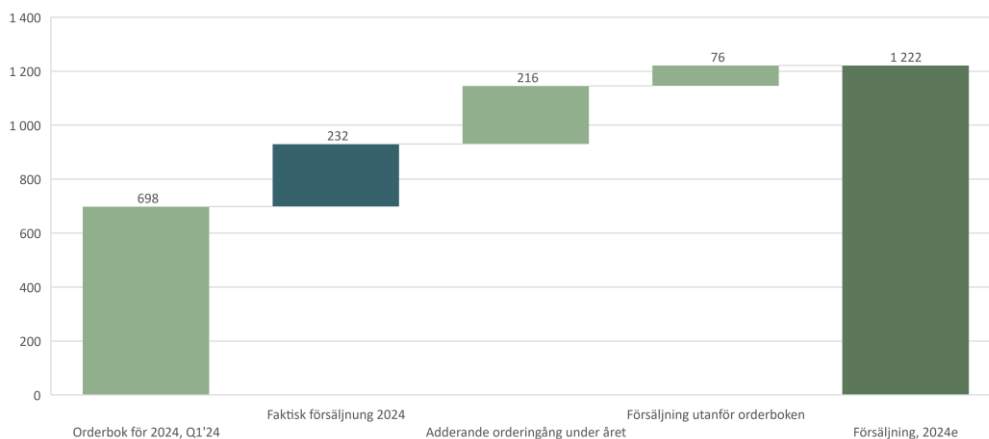
Källa: Penser by Carnegie

Behåller våra försäljningsprognoser för Q2-Q4 då vi ser ökad marknadsaktivitet

För att nå våra prognoser måste MilDef addera 216 mkr i ordervärde för 2024. Historiskt har bolaget adderat ett ordervärde för det innevarande året på ungefär 80-130 mkr per kvartal. Att Estlandsordern ska börja levereras redan under 2024 och inte är inräknad i orderboken gör att vi bedömer detta som möjligt.

I kommunikationen för Estlandsordern har MilDef kommunicerat att kontraktet materialiserades snabbare än väntat och att fordonstillverkaren tidigare lade sin leverans. Att leveranser nu ska ske så snabbt som möjligt beskriver nya tendenser i marknaden. Många europeiska länder ska uppgradera sina fordonsflottor och fordonstillverkarna har inte kapacitet nog att möta all efterfrågan inom den tidsram beställarna har. Samma mönster syns i RBSLs utveckling av Challenger 3 som nu ligger före den planerade tidsplanen. Leveranser planeras starta 2027 men kan komma att tidigare läggas.

Intäktsbrygga för 2024



Källa: MilDef, Penser by Carnegie

Vi ser tecken på att marknaden är på väg in i en mer gynnsam fas för MilDef, samt att viss marknadynamik är gynnsam för MilDef i närtid. Marknaden rör sig sakta, men säkert åt rätt håll. De flesta länders försvarsmyndigheter har under flera år varnat för ökad risk för orolighet, men har, fram till kriget i Ukraina inte prioriterats i statsbudgetar. Förenklat kan man beskriva utvecklingen efter invasionen av Ukraina på följande vis.

År 1: få länder räknade med att kriget skulle bli långvarigt och gjorde inte några större förändringar

År 2: utbredd insikt att kriget skulle fortgå och strategier började utformas

Efter att det tidskrävande strategiarbetet är slutfört tar det oftast 1-3 år innan de politiska besluten är fattade, kravställningar är uppställda och utförda och upphandling är slutförd. Ledtider för upphandlingar är därför långa, men vi förväntar oss en fortsatt ökning för beslutade upphandlingar.

För underleverantörer som ligger senare i cykeln dröjer därför budgeteffekterna ytterligare innan de återspeglas i ordergången. I och med orderna från Bofors och Estland börjar vi se tydligare tendenser av att vi är på väg in i den fas där även MilDef ser större effekt av budgetökningarna. Dessa två ordrar visar dynamiken i MilDefs affär. Kunden beställer först plattformen och 6-12 månader senare får MilDef sin order.

Som tidigare nämnts behöver de flesta av Europas länder rusta sina försvar. Ett exempel är de centraleuropeiska länderna som idag använder gamla stridsfordon och -vagnar från Sovjet. Dessa flottor vill länderna byta ut till Natostandard. UK håller på att uppgradera sin stridsvagnflotta från Challenger 2 till Challenger 3, men det gäller bara 148 av de totalt 227 fordonen. Därför kan vi mycket väl komma att se UK lägga ordrar på helt nya stridsvagnar.

Många länder befinner sig i samma läge som UK. Dessa länder har en flotta som börjar bli föråldrad, men det tar för lång tid och är för dyrt att köpa en helt ny. För att förlänga användningstiden rustar man upp delar ur den befintliga flottan så att de åtminstone kan användas fram till 2035. För att utöka sitt försvar kommer flera länder att behöva köpa helt nya fordon mellan idag och 2035. De nya fordonen som beställs kommer inte att levereras förrän ca år 2035. När länderna väl får de nya fordonen kommer de äldre att behöva kasseras och det behöver beställas nya igen.

Denna upprustningscykel kommer att fortsätta under flera år. I dagsläget är det kapacitetsbrist i produktionen samtidigt som statsbudgetar inte tillåter att försvarsbudgetarna ökar så mycket som det skulle krävas för att inom 5-10 år komma ikapp. Därför räknar vi med att upprustningen kommer att ta tid och att sektorn det kommande decenniet kommer att möta betydligt högre efterfrågan än de senaste tio åren.

Historisk utveckling och kvartalsestimat för 2024

SEKm	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	Q1'24	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e
Nettoomsättning	51	81	137	201	141	119	164	315	283	289	227	353	232	289	265	435
Kostnad sålda varor	-34	-43	-76	-108	-75	-61	-80	-171	-155	-144	-113	-183	-120	-146	-133	-224
Bruttoresultat	18	39	61	93	67	58	83	145	128	145	113	170	112	143	132	212
Försäljningskostnader	-17	-23	-33	-42	-42	-43	-42	-79	-67	-67	-63	-85	-71	-72	-74	-96
Administrationskostnader	-15	-15	-16	-13	-15	-16	-16	-21	-20	-21	-18	-26	-25	-23	-21	-30
Forsknings- och utvecklingskostnader	-10	-12	-9	-9	-9	-11	-10	-19	-19	-21	-18	-23	-22	-22	-20	-25
Övriga rörelseintäkter/-kostnader	1	0	-1	0	0	-3	-3	6	0	-2	-2	6	-2	1	1	1
EBIT, justerad	-19	-7	7	28	0	-15	13	32	22	34	11	41	-7	27	17	61
Jämförelsestörande poster	-4	-3	-4	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBIT	-23	-11	2	28	0	-15	13	32	22	34	11	41	-7	27	17	61
Finansiellt netto	-1	2	-2	-1	-1	0	-5	-4	-4	-5	-6	-5	-7	-9	-9	-8
Inkomstkatt	5	5	1	-7	1	2	-1	-7	-2	-7	0	-11	2	-4	-2	-11
Nettoresultat	-19	-4	1	21	0	-13	7	21	16	21	6	26	-12	14	6	42
Nettoresultat, justerad	-16	0	6	21	0	-13	7	21	16	21	6	26	-12	14	6	42
EPS, justerad (kr)	-0,66	-0,01	0,16	0,57	0,01	-0,36	0,18	0,51	0,40	0,53	0,14	0,63	-0,29	0,34	0,16	1,03
Tillväxt y/y	47,8%	59,4%	139,2%	-22,1%	177,1%	45,8%	19,8%	57,1%	100,4%	143,7%	38,4%	11,9%	-18,1%	0,0%	17,2%	23,4%
Organisk	47,8%	16,9%	63,7%	-42,4%	82,9%	4,2%	11,6%	29,4%	77,8%	104,4%	14,4%	11,9%	-18,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Förvärvad	0,0%	42,5%	75,5%	20,3%	94,1%	41,6%	8,2%	27,7%	22,6%	39,3%	23,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bruttomarginal	34,3%	47,7%	44,7%	46,2%	47,1%	48,9%	50,9%	45,8%	45,3%	50,1%	50,0%	48,2%	48,4%	49,6%	49,7%	48,6%
Just. EBITDA-marg.	neg.	neg.	10,9%	17,2%	4,5%	neg.	12,2%	13,8%	12,0%	16,5%	11,7%	17,0%	3,7%	14,9%	12,5%	18,1%
EBITDA-marg.	neg.	neg.	7,7%	17,2%	4,5%	neg.	12,2%	13,8%	12,0%	16,5%	11,7%	17,0%	3,7%	14,9%	12,5%	18,1%
Just. EBIT-marg.	neg.	neg.	4,9%	14,1%	0,1%	neg.	7,6%	10,0%	7,7%	11,6%	5,0%	11,7%	neg.	9,3%	6,4%	14,0%
EBIT-marg.	neg.	neg.	1,7%	14,1%	0,1%	neg.	7,6%	10,0%	7,7%	11,6%	5,0%	11,7%	neg.	9,3%	6,4%	14,0%

Källa: MilDef, Penser by Carnegie

Potentiella ordrar

Att länder överväger renovering av befintliga fordon för att snabbare stärka sina försvar kan vara positivt för MilDef. Dels är vägen till avtal för MilDef kortare vid renoveringar. Generellt är det snabbare beslutsprocesser, och det är oftast en snabbare process än att tillverka ett helt nytt fordon. En av de främsta anledningarna till att man renoverar gamla fordon är för att digitalisera dem. De äldre fordonen är analoga och betydligt mindre effektiva. Således är en av de främsta anledningarna till att renovera gamla flottor att digitalisera dem.

Vad gäller specifika, potentiella ordrar finns det några som vi vill lyfta fram. Först vill vi återigen lyfta fram en uppföljande volymorder till den utvecklingsorder som MilDef fick i Q1'23. Normalt tar det ungefär ett år efter att man fått en utvecklingsorder tills att volymordern kommer. Det har nu gått över ett år och vad vi förstått har MilDef utvecklat flera produkter inom detta avtal för kunden. Således kan denna order komma inom några månader. Normalt är en volymorder klart större än utvecklingsordern, som i detta fall var 50 mkr.

Det finns potential för MilDef att leverera mer än cybersäkerhet till Slovakiens och Tjeckiens beställning av CV90. Eftersom det ofta tar 6-12 månader från beställning av plattformen tills MilDef får sin order bör denna komma inom 1-8 månader, givet att MilDef överhuvudtaget får ordern.

En tredje stor order, som dock ligger längre fram i tiden, är möjligheten att leverera IT till Sveriges beställning av 321 st pansarfordon från Finska Patria. MilDef har ett nära samarbete med den svenska beställaren och vi ser därför möjlighet för MilDef att leverera teknik till dessa fordon.

Värdering

Då orderboken är relativt lång och marknaden är tydligt växande under många år, samt kontracyklisk då den beror på politiska beslut, värderar vi MilDef med en kassaflödesanalys. Med en WACC på 8,5%, långsiktig EBIT-marginal på 15% och långsiktig tillväxt på 3% får vi ett värde på 91 kr. Våra estimat inkluderar inte förvärv, som kan addera ytterligare värde.

DCF – antaganden och slutsatser

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	1 195	Risikfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	2 737	Riskpremium	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	15,0%
Företagsvärde (EV)	3 933	Småbolagspremie	0,0%	Avskrivningar, % av omsättning	3,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	268	Extra risk-premie	0,5%	Capex, % av omsättning	3,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	WACC	8,5%	Rörelsekapital, % av omsättning	33,5%
Eget kapital	3 665			Skattesats	22%
Antal utstående aktier, full utspädning	40				
Eget kapital per aktie	91				

Källa: Penser by Carnegie

DCF - känslighetsanalys

		Långsiktig tillväxt					Långsiktig EBIT-marginal					
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	10,0%	12,5%	15,0%	17,5%	20,0%	
WACC	7,5%	98	106	115	127	143	7,5%	77	96	115	134	153
	8,0%	88	94	102	111	123	8,0%	68	85	102	119	135
	8,5%	80	85	91	98	107	8,5%	61	76	91	106	120
	9,0%	73	77	82	88	95	9,0%	56	69	82	95	108
	9,5%	67	70	74	79	84	9,5%	51	62	74	86	98

Källa: Penser by Carnegie

Resultaträkning								
	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoomsättning	334	400	470	739	1 151	1 222	1 429	1 641
Kostnad sålda varor	-209	-216	-260	-387	-595	-622	-722	-823
Bruttoresultat	125	184	210	352	556	599	706	818
Försäljningskostnader	-54	-56	-114	-206	-283	-313	-344	-368
Administrationskostnader	-20	-36	-59	-67	-86	-100	-111	-120
R&D-kostnader	-26	-33	-40	-49	-81	-88	-87	-105
Övriga rörelsekostnader	11	16	36	30	61	65	74	82
EBITDA	36	70	21	60	168	164	239	307
Jämförelsestörande poster	0	-4	-12	0	0	0	0	0
EBITDA, justerad	36	75	32	60	168	164	239	307
Avskrivningar	-5	-6	-13	-15	-28	-30	-33	-36
EBITA, justerad	31	69	20	45	140	134	206	271
Avskrivningar immateriella tillgångar	-6	-6	-11	-16	-32	-36	-40	-44
EBIT	25	59	-3	29	108	98	166	227
EBIT, justerad	25	63	9	29	108	98	166	227
Finansnetto	0	-2	-2	-10	-20	-33	-29	-26
Resultat före skatt	25	57	-5	19	88	65	137	201
Resultat före skatt, justerad	25	61	6	19	88	65	137	201
Total skatt	-6	-13	5	-5	-20	-15	-29	-42
Nettoresultat	19	44	-1	14	69	50	108	159
Nettoresultat, justerad	19	49	11	14	69	50	108	159
Omsättningstillväxt	Neg.	20%	17%	57%	56%	6%	17%	15%
Bruttomarginal	37,4%	45,9%	44,7%	47,7%	48,3%	49,0%	49,4%	49,8%
EBIT-marginal, justerad	7,5%	15,7%	1,8%	4,0%	9,4%	8,0%	11,6%	13,8%
EPS, justerad	0,82	2,09	0,37	0,38	1,71	1,25	2,69	3,94
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	156%	-82%	3%	353%	-27%	116%	46%

Källa: MilDef Group, Penser by Carnegie

Kassaflödesanalys								
	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EBIT	25	59	-3	29	108	98	166	227
Övriga kassaflödesposter	3	-5	12	17	37	7	15	11
Förändringar i rörelsekapital	-36	10	-66	-123	-90	-43	-47	-59
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-8	64	-57	-77	54	62	133	179
Investeringar i anläggningstillgångar	-1	-5	-11	-5	-14	-13	-14	-16
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-2	-4	-6	-13	-32	-26	-33	-37
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-3	-9	-17	-18	-46	-39	-47	-54
Fritt kassaflöde	-11	55	-74	-95	9	23	86	125
Förvärv och avyttringar	0	0	-172	-383	-23	0	0	0
Nyemission / återköp	0	0	392	223	0	0	0	0
Förändring av skulder	1	-1	0	180	60	14	0	0
Utdelningar	-6	-9	-17	-27	0	-20	-30	-40
Övriga poster	-4	-5	-9	-11	-21	-23	-23	-23
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	-9	-14	194	-18	16	-29	-53	-63
Kassaflöde	-20	41	120	-113	24	-6	33	62
Nettoskuld	62	20	-99	80	153	160	104	19

Källa: MilDef Group, Penser by Carnegie

Balansräkning								
	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
TILLGÅNGAR								
Goodwill	0	0	285	599	576	573	573	573
Övriga immateriella tillgångar	8	3	1	0	0	0	0	0
Materiella anläggningstillgångar	2	7	15	17	22	27	32	34
Övriga anläggningstillgångar	82	80	76	156	179	160	130	102
Summa anläggningstillgångar	92	89	377	772	777	760	735	709
Varulager	47	57	86	237	290	305	343	394
Kundfordringar	126	161	136	255	285	292	344	387
Övriga omsättningstillgångar	12	13	41	70	93	106	106	106
Likvida medel och kortfristiga placeringar	9	47	169	60	82	78	111	173
Summa omsättningstillgångar	193	279	432	622	749	782	904	1 060
SUMMA TILLGÅNGAR	285	368	808	1 394	1 526	1 542	1 639	1 770
EGET KAPITAL OCH SKULDER								
Eget kapital	101	133	568	788	845	877	956	1 075
Summa eget kapital	101	133	568	788	845	877	956	1 075
Långfristiga leasingkulder	66	59	52	71	76	57	34	10
Övriga långfristiga skulder	6	9	55	210	165	164	164	164
Summa långfristiga skulder	72	68	107	281	242	221	197	174
Kortfristiga räntebärande skulder	0	0	10	53	131	154	154	154
Leverantörsskulder	44	63	40	105	114	100	116	142
Kortfristiga leasingkulder	5	8	9	16	27	28	28	28
Övriga kortfristiga skulder	63	96	75	151	167	163	189	198
Summa kortfristiga skulder	112	167	133	326	440	444	486	521
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	285	368	808	1 394	1 526	1 542	1 639	1 770

Källa: MilDef Group, Penser by Carnegie

Tillväxt och marginaler								
	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Intäktstillväxt	Neg.	20%	17%	57%	56%	6%	17%	15%
EBITDA-tillväxt, justerad	Neg.	108%	-57%	86%	180%	-3%	46%	29%
EBIT-tillväxt, justerad	Neg.	153%	-86%	240%	270%	-9%	70%	37%
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	156%	-82%	3%	353%	-27%	116%	46%
Bruttomarginal	37,4%	45,9%	44,7%	47,7%	48,3%	49,0%	49,4%	49,8%
EBITDA-marginal	10,7%	17,6%	4,4%	8,1%	14,6%	13,4%	16,7%	18,7%
EBITDA-marginal, justerad	10,7%	18,6%	6,9%	8,1%	14,6%	13,4%	16,7%	18,7%
EBIT-marginal	7,5%	14,7%	Neg.	4,0%	9,4%	8,0%	11,6%	13,8%
EBIT-marginal, justerad	7,5%	15,7%	1,8%	4,0%	9,4%	8,0%	11,6%	13,8%
Vinst-marginal, justerad	5,7%	12,1%	2,3%	1,9%	6,0%	4,1%	7,6%	9,7%

Källa: MilDef Group, Penser by Carnegie

Avkastning								
	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
ROE, justerad	Neg.	42%	3%	2%	8%	6%	12%	16%
ROCE, justerad	Neg.	34%	2%	4%	11%	9%	15%	19%
ROIC, justerad	Neg.	40%	3%	4%	12%	10%	16%	21%

Källa: MilDef Group, Penser by Carnegie

Kapitaleffektivitet								
	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Varulager / totala intäkter	14%	14%	18%	32%	25%	25%	24%	24%
Kundfordringar / totala intäkter	38%	40%	29%	35%	25%	24%	24%	24%
Leverantörsskulder / KSV	21%	29%	15%	27%	19%	16%	16%	17%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	38%	51%	30%	48%	45%	42%	41%	39%
Rörelsekapital / totala intäkter	23%	18%	32%	41%	34%	36%	34%	33%
Kapitalomsättningshastighet	1,9x	2,0x	0,7x	0,8x	1,1x	1,1x	1,2x	1,3x

Källa: MilDef Group, Penser by Carnegie

Finansiell ställning								
	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	62	20	-99	80	153	160	104	19
Soliditet	36%	36%	70%	57%	55%	57%	58%	61%
Nettoskulsättningsgrad	0,6x	0,1x	-0,2x	0,1x	0,2x	0,2x	0,1x	0,0x
Nettoskuld / EBITDA	1,7x	0,3x	-4,8x	1,3x	0,9x	1,0x	0,4x	0,1x

Källa: MilDef Group, Penser by Carnegie

Aktiedata								
	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EPS	0,82	1,91	-0,03	0,38	1,71	1,25	2,69	3,94
EPS, justerad	0,82	2,09	0,37	0,38	1,71	1,25	2,69	3,94
FCF per aktie	-0,46	2,36	-2,52	-2,53	0,22	0,57	2,14	3,11
Utdelning per aktie	0,38	0,75	0,75	0,75	0,00	0,50	0,75	1,00
Eget kapital per aktie	4,36	5,71	19,5	20,9	21,0	21,8	23,7	26,7
Antal aktier vid årets slut, m	23,2	23,2	29,2	37,6	40,3	40,3	40,3	40,3
Antal aktier efter utspädning, snitt	23,2	23,2	29,2	37,6	40,3	40,3	40,3	40,3

Källa: MilDef Group, Penser by Carnegie

Värdering								
	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
P/E, justerad	78,4x	30,6x	100x	100x	38,4x	51,4x	23,8x	16,3x
P/EK	14,7x	11,2x	2,7x	3,9x	3,1x	2,9x	2,7x	2,4x
P/FCF	Neg.	27,1x	Neg.	Neg.	100x	100x	29,9x	20,6x
FCF-yield	Neg.	4%	Neg.	Neg.	0%	1%	3%	5%
Direktavkastning	0,6%	1,2%	1,4%	0,9%	0,0%	0,8%	1,2%	1,6%
Utdelningsandel, justerad	45,9%	35,9%	>100%	>100%	0,0%	40,1%	27,9%	25,4%
EV/Sales	Neg.	Neg.	3,8x	4,5x	2,4x	2,3x	2,0x	1,7x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	55,9x	55,0x	16,5x	17,2x	11,8x	9,2x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	100x	100x	25,6x	28,8x	17,0x	12,4x
EV	Neg.	Neg.	1 804	3 301	2 768	2 823	2 823	2 823
Aktiekurs	64,1	64,1	52,3	80,8	65,6	64,1	64,1	64,1

Källa: MilDef Group, Penser by Carnegie

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

MilDef Group (MILDEF SS EQUITY)



Källa: Penser by Carnegie, IDC

Disclaimer

Carnegie Investment Bank AB

Carnegie Investment Bank AB (publ.) är en ledande investmentbank med nordiskt fokus. Företagen i Carnegiegruppen, tillsammans "Carnegie", adderar värde för institutioner, bolag och privatkunder inom områdena aktiehandel, investment banking och private banking. Carnegie har cirka 600 anställda, med kontor i sex länder.

Penser by Carnegie

I november 2023 förvärvade Carnegie affärsområdet för uppdragsanalys från Erik Penser Bank AB. Detta innefattade den verksamhet under vilken Erik Penser Bank AB t ex har publicerat analystjänsterna Penser Access och Penser Future. Denna verksamhet fortsätter att drivas hos Carnegie under varumärket Penser by Carnegie.

Värdering, metodologi och antaganden

Penser Access by Carnegie

Uppdragsanalys under Penser Access by Carnegie inkluderar analytikerns bedömning av ett motiverat värdeintervall på publiceringsdagen, baserat på olika värderingsmetoder. En ofta förekommande metod är diskonterat kassaflöde, där framtida kassaflöden diskonteras till ett nuvärde. Analytikerna kan även använda sig av andra värderingsmetoder, t ex P/E-tal eller EV/EBIT-multiplar, relativt jämförbara bolag för att få fram ett motiverat värde. För bolag där så är lämpligt, kan ett motiverat värdeintervall också baseras på analytikerns bedömning av en rimlig del av företagets substansvärde. Värdeintervallet representerar analytikerns bedömning vid skrivandet av analysen. För mer information om värderingsmodeller, klicka [här](#).

Penser Future by Carnegie

Uppdragsanalys under Penser Future by Carnegie innehåller inget motiverat värdeintervall, i stället utgår analytikern från fyra olika områden för att bedöma bolaget och belysa de styrkor och svagheter som observerats. De fyra områdena bedöms utifrån följande kriterier - Potential, Risk, Finansiell ställning samt Historik & meriter. Skalan sträcker sig från 1-5 där siffran 5 innebär hög poäng inom respektive område. Exempelvis innebär betyg: 5 på Potential att vi ser stor potential i verksamheten medan betyg: 5 för Risk innebär att vi bedömer risken som hög.

Uppdateringsfrekvens

Penser by Carnegies aktieanalys består av case-baserad analys, vilket medför att frekvensen av analysrapporter kan variera över tid. Om inte annat uttryckligen sägs i rapporten, uppdateras analysen kvartalsvis eller då det anses nödvändigt av analysavdelningen, t ex i händelse av signifikanta förändringar i marknadsbetingelser, eller vid händelser relaterade till emittenten/det finansiella instrumentet.

Analytiker intyganden

Analytikern, eller analytikerna, ansvarig(a) för innehållet i denna uppdragsanalys intyggar, oavsett förekomsten av några potentiella intressekonflikter som hänvisas till här, att åsikterna som uttrycks i denna uppdragsanalys korrekt återspeglar analytikerns personliga åsikter om bolaget och instrumenten som omfattas. Vidare intygas att analytikern inte har fått, får eller kommer att få direkt eller indirekt ersättning relaterad till specifika rekommendationer eller åsikter i denna uppdragsanalys.

Potentiella intressekonflikter

Carnegie, eller dess dotterbolag, kan från tid till annan utföra investment banking-tjänster för, eller söka investment banking-tjänster eller annan verksamhet från, något bolag nämnt i denna rapport. Varje sådan offentligt tillkännagiven affär, under de senaste 12 månaderna, kommer att hänvisas till i denna uppdragsanalys. Ett regelverk för hantering av intressekonflikter är implementerat i Carnegie. Investment Banking och andra affärsavdelningar i bolaget är omgivna av informationsbarriärer för att begränsa flödet av känslig information. Personer utanför sådana barriärer kan få tillgång till känslig information endast efter att ha iakttagit tillämpliga förfaranden. Ersättningen till personer som är involverade i att förbereda denna uppdragsanalys är inte knuten till investment banking-transaktioner som utförs av bolaget eller en juridisk person inom samma grupp.

Konfidentiell och icke-publik information rörande Carnegie och dess kunder, affärsaktiviteter och andra omständigheter som kan påverka en tillgångs marknadsvärde ("känslig information") hålls strikt konfidentiell och får aldrig användas på ett otillbörligt sätt.

Interna riktlinjer är implementerade för att säkerställa analytikernas integritet och oberoende. I enlighet med riktlinjerna är analysavdelningen separerad från Investment Banking-avdelningen och det finns inga rapporteringslinjer mellan analysavdelningen och Investment Banking-avdelningen. Riktlinjerna innehåller också regler, som gäller, men inte är begränsade till, följande frågor; kontakter med bolag under täckning, förbud mot att erbjuda gynnsamma rekommendationer, personligt engagemang i bolag under täckning, deltagande i investment banking-aktiviteter, övervakning och granskning av analysrapporter, analytikers rapporteringslinjer och analytikers ersättning.

Andra väsentliga intressekonflikter

Denna rapport har beställts och betalats av emittenten ("issuer-paid research")

Distributionsbegränsningar

Denna uppdragsanalys tar inte hänsyn till de specifika investeringsmålen, den finansiella situationen eller de särskilda behoven hos någon specifik person som kan komma att ta emot den. Investerare bör söka finansiell rådgivning om lämpligheten att investera i värdepapper som diskuteras i denna uppdragsanalys och bör förstå att uttalanden om framtida utsikter kanske inte förverkligas. Tidigare resultat är inte nödvändigtvis en vägledning för framtida resultat. Carnegie och dess dotterbolag tar inget ansvar för någon direkt skada eller följskada, inklusive, utan begränsning, någon förlust som uppstår på grund av användningen av denna uppdragsanalys eller dess innehåll. Denna uppdragsanalys får inte reproduceras, distribueras eller publiceras av någon mottagare för något syfte. Dokumentet får inte distribueras till personer som är medborgare i eller bosatta i något land där sådan distribution är förbjuden enligt tillämpliga lagar eller andra föreskrifter.

Denna uppdragsanalys distribueras i Sverige av Carnegie Investment Bank AB. Carnegie Investment Bank AB är en bank med säte i Sverige, med begränsat ansvar, auktoriserad och reglerad av Finansinspektionen. I Finland utges denna uppdragsanalys av Carnegie Investment Bank AB, finska filialen. Den finska filialen är auktoriserad av den svenska finansinspektionen (Finansinspektionen) och omfattas av begränsad reglering av finska finansinspektionen (Finanssivalvonta). I Norge ges den här uppdragsanalysen ut av Carnegie AS, ett helägt dotterbolag till Carnegie Investment Bank AB. Carnegie AS regleras av den norska finansinspektionen (Finanstilsynet). I Danmark ges den här uppdragsanalysen ut av Carnegie Investment Branch, danska filialen. Den danska filialen är auktoriserad av den svenska finansinspektionen (Finansinspektionen) och omfattas av begränsad reglering av den danska finansinspektionen (Finanstilsynet).

Denna uppdragsanalys distribueras i USA av Carnegie Inc., en USA-registrerad broker-dealer och medlem av FINRA och SIPC. Carnegies analytiker utanför USA är anställda av icke-amerikanska associerade bolag till Carnegie Inc ("non-US affiliates") som inte omfattas av FINRA-föreskrifter. Generellt sett är Carnegies analytiker inte registrerade eller kvalificerade som analytiker hos FINRA och är därför inte föremål för de begränsningar som FINRAs regel 2241 är avsedda att förhindra vad gäller intressekonflikter, genom att bland annat förbjuda viss typ av ersättning, begränsa analytikers handel och begränsa kommunikation med företagen som är föremål för analysrapporten.

Analysrapporter som distribueras i USA är avsedda endast för större amerikanska institutionella investerare och amerikanska institutionella investerare som definieras enligt regel 15a-6 i Securities Exchange Act of 1934. Denna uppdragsanalys tillhandahålls endast för informationsändamål och får under inga omständigheter användas eller betraktas som ett erbjudande att sälja eller en uppmaning att köpa några värdepapper.

Rapporter relaterade till aktieinstrument är utarbetade av icke-amerikanska associerade bolag till Carnegie och distribueras i USA av Carnegie Inc. enligt regel 15a-6(a)(3). När rapporten distribueras av Carnegie Inc, tar Carnegie Inc ansvaret för uppdragsanalysen.

Personer i USA som vill genomföra transaktioner baserade på denna uppdragsanalys bör kontakta Carnegie Inc. Investerare i USA bör vara medvetna om att investeringar i icke-amerikanska värdepapper innebär vissa risker. Värdepappren från icke-amerikanska emittenter är inte alltid registrerade hos, eller omfattas av, de nuvarande informationsrapporterings- och revisionsstandarderna hos US Securities and Exchange Commission

Denna uppdragsanalys har utfärdats i Storbritannien av Carnegie UK, som är den engelska filialen till Carnegie Investment Bank AB. Carnegie UK är auktoriserad och reglerad av Financial Conduct Authority (FCA)

Analysdisclaimer

Denna uppdragsanalys tillhandahålls endast för informationsändamål och får under inga omständigheter användas eller betraktas som ett erbjudande att sälja, eller en uppmaning att köpa eller sälja, något relevant finansiellt instrument. Denna uppdragsanalys har beställts och betalats av emittenten och bör därför betraktas som en marknadsföringskommunikation (dvs inte investeringsrekommendation). Betalning för rapporten har avtalats i förväg på en icke-återbetalningsbar basis. Som uppdragsanalys kan detta material betraktas som en acceptabel mindre icke-monetär förmån enligt MiFID II. Det har inte utarbetats i enlighet med de rättsliga krav som är utformade för att främja oberoende investeringsanalys. Det är dock fortfarande föremål för ett förbud mot handel före spridningen av rapporten.

Carnegie Investment Bank AB är ansvarigt för framställandet av denna uppdragsanalys i Sverige, Finland, Danmark och Storbritannien. Carnegie AS är ansvarigt för framställandet av denna uppdragsanalys i Norge. Carnegie Inc. är ansvarigt för denna uppdragsanalys i USA.

Informationen i denna uppdragsanalys hämtades från olika källor. Medan all rimlig omsorg har tagits för att säkerställa att informationen är sann och inte vilseledande, ger Carnegie ingen representation eller garanti, uttrycklig eller underförstådd, om dess korrekthet eller fullständighet. Carnegie, dess dotterbolag eller någon av deras ledande befattningshavare, anställda eller styrelsemedlemmar kan ha ett innehav i, eller på annat sätt vara intresserade av transaktioner i, värdepapper som direkt eller indirekt är föremål för uppdragsanalys. Alla betydande finansiella intressen som innehas av analytikern, Carnegie eller en juridisk person i samma grupp i förhållande till emittenten kommer att hänvisas till i Företagsspecifika upplysningar härunder samt Intressekonflikter på rapportens förstasida.

Företagsspecifika upplysningar

Delar av denna uppdragsanalys kan ha lämnats till emittenten före dess publicering

Copyright © 2024 Carnegie

Carnegie Investment Bank AB
Regeringsgatan 56
SE-103 38 Stockholm
Tel +46 8 676 88 00 Fax +46 8 676 88 95