



## Penser Access by Carnegie

Försvarsindustri | Sverige | 14 november 2024

# MilDef Group

## Stärker sin position i Europa genom stort förvärv

### Vi anser värderingen av Roda som attraktiv

MilDef meddelade på kvällen den 13 november att de förvärvat det tyska försvarsbolaget Roda Computer GmbH (Roda). Genom detta förvärv blir MilDef en av Europas ledande aktörer inom taktisk och stryktålig IT för försvarssektorn. Roda har länge varit både konkurrent och samarbetspartner till MilDef, och affären stärker MilDefs position på den europeiska marknaden. Köpeskillingen uppgår till 980 mkr, varav 808 mkr betalas kontant, 46 mkr utgör tilläggsköpeskilling (som vi bedömer har hög sannolikhet att utbetalas), och 126 mkr genom en apportemission. Priset motsvarar en EV/EBITDA-multipel på cirka 8x, vilket vi ser som attraktivt med tanke på att den europeiska försvarsmarknaden värderas till cirka 12,5x och MilDef till 17,4x baserat på våra nuvarande estimat.

### Vi finner flera synergier

Roda är en konkurrent på så sätt att de, liksom MilDef, är återförsäljare av samma typ av robusta mobila enheter, som laptops och tablets, tillverkade av det taiwanesiska företaget MilDef Crete. Roda har haft agenturen för att sälja MilDef Cretes produkter på den centraleuropeiska marknaden, medan MilDef haft agenturen för Norden. Vår uppfattning är att Roda haft ett starkare produktutbud inom robusta skärmar än MilDef, vilket därmed stärker MilDefs produktportfölj. Det vi finner mest attraktivt med förvärvet är Rodas goda kontakter med centraleuropeiska försvarsmakter, ett område där MilDef hittills varit svaga. Detta skapar goda möjligheter för MilDef att via Rodas befintliga kontakter sälja sitt sortiment av egenutvecklade produkter, vilka har högre bruttomarginaler.

### Vi behåller prognoser och motiverat värde tills vi har mer information

Vi ser förvärvet som värdeskapande, då det kommer att öka MilDefs EBITA både i absoluta och procentuella termer. Det finns flera synergier, främst på intäktssidan, som kommer att gynna MilDefs fortsatta expansion. Exakt hur stor påverkan blir är dock osäkert, då vi anser att vi i nuläget saknar tillräcklig information för att göra några förändringar i våra prognoser. Längre ned i analysen har vi räknat på ett potentiellt scenario som indikerar ett motiverat värde på 104–120 kr per aktie. Vi vill dock betona att vi i dagsläget inte har tillräckligt med information för att uppdatera våra prognoser till detta scenario.

Estimatändring				Prognos (mkr)				Värde och risk		
	24e	25e	26e	2023	2024e	2025e	2026e	Motiverat värde	90,0 - 97,0 kr	
Totala intäkter	0,0%	0,0%	0,0%	1 151	1 206	1 410	1 620	Aktiekurs	96,5 kr	
EBITDA, just.	0,0%	0,0%	0,0%	Tillväxt	56%	5%	17%	15%	Riskenivå	Medel
EPS, just.	0,0%	0,0%	0,0%	EBITDA, just.	168	172	239	306	<b>Kursutveckling 12 mån</b>	
<b>Kommande händelser</b>				EBIT, just.	108	103	162	222		
Q4 - rapport	06 februari 2025			EPS, just.	1,7	1,7	2,8	4,1	<b>Intressekonflikter</b>	
<b>Bolagsfakta (mkr)</b>				EPS-tillväxt, just.	353%	-3%	70%	45%	Yes	No
Antal aktier	40m			EK/aktie	21,0	22,1	24,2	27,2	Likviditetsgarant	✓
Börsvärde	3 853			Utdelning per aktie	0,0	0,5	0,8	1,0	Certified adviser	✓
Nettoskuld	224			EBIT-marginal	9,4%	8,5%	11,5%	13,7%	Transaktioner 12m	✓
EV	4 077			ROE, just.	8,4%	7,7%	12,2%	15,8%		
Free float	72%			ROCE, just.	10,8%	9,7%	15,2%	19,3%		
Daglig handelsvolym, snitt	137k			EV/Sales	2,4x	3,4x	2,9x	2,5x		
Bloomberg Ticker	MILDEF SS EQUITY			EV/EBITDA	16,5x	23,7x	17,1x	13,3x		
<b>Analytiker</b>				EV/EBIT	25,6x	39,7x	25,1x	18,4x		
Hugo Lisjö				P/E, just.	38,4x	58,2x	34,3x	23,7x		
hugo.lisjo@carnegie.se				P/EK	3,1x	4,4x	4,0x	3,5x		
				Direktavkastning	0,0%	0,5%	0,8%	1,0%		
				FCF yield	0%	2%	2%	3%		
				Nettoskuld/EBITDA	0,9x	0,7x	0,5x	0,2x		

## Investment case

**Militärens moderniserings- och digitaliseringsresa driver tillväxten för MilDef:** För att säkerställa en modernisering av Natos försvar ska minst 20% av anslagen hos dess medlemsländer öronmärkas för ny utrustning. Försvarsmakter världen över genomgår samtidigt en digitaliseringsresa som ökar efterfrågan och kraven på ruggade IT-system. 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 tydligt förhöjd geopolitisk risk och kraftiga ökningar av försvarsbudgetar i Europa och Nato-länder. MilDefs starka ställning på den nordiska marknaden underlättar fortsatt geografisk expansion samtidigt som bolaget gynnas av ländernas nya högre investeringsnivå.

**Ett välskött tillväxtbolag:** MilDef har som mål att växa 25% per år, inklusive förvärv. Vi tror att bolaget har goda möjligheter att klara förvärven, trots lånefinansieringen de senaste åren.

## Bolagsbeskrivning

MilDef är en systemintegrator och fullspektrumleverantör av ruggad IT till försvar och säkerhet samt till statliga och kritiska infrastruktursektorer. De tillhandahåller hårdvara, mjukvara och tjänster för informationsflöden och system utvecklade för att fungera i extrema miljöer. Produkterna säljs till över 200 kunder genom egna bolag i Sverige, Norge, Finland, Danmark, Storbritannien, Tyskland, Schweiz, USA och Australien, samt genom partner nätverk i över 40 länder.

Sedan starten 1997 har MilDef utvecklats från att vara en distributör av ruggade bärbara datorer och surfplattor till ett systemhus med fokus på egenutvecklade produkter och relaterade tjänster. Vi bedömer att andelen egenutvecklade produkter nu är 60-70% av omsättningen. Norden är bolagets största marknad och utgör ungefär hälften av försäljningen, följt av Europa och USA som utgör ungefär en fjärdedel vardera. Viss försäljningen förekommer i andra delar av världen.

## Värdering

Då orderboken är så pass lång som den är och marknaden är relativt stabil över tid 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 94 kr. Våra estimat inkluderar inte förvärv, och därför kan M&A bidra till ytterligare potential utöver vårt motiverade värde.

## Motiverat värde

90–97 kr.

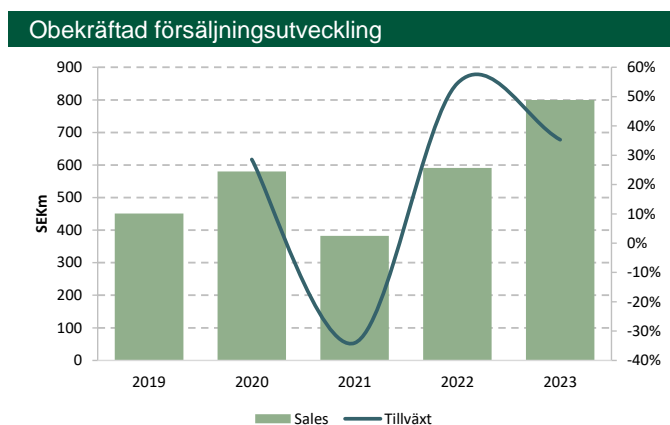
## Synergier och potentiellt värde av förvärvet

### Generationsskifte i Roda

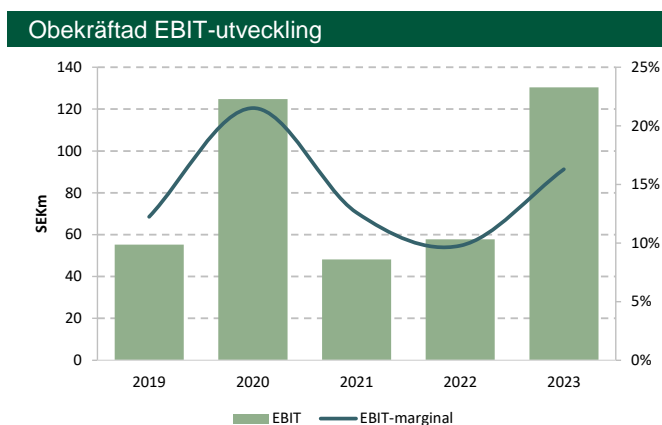
Roda är ett tyskt företag som, precis som MilDef, specialiserar sig på att sälja ruggade IT-produkter. Främst till den centraleuropeiska försvarsindustrin, med huvudsakligt fokus på Tyskland. Roda grundades 1987, tio år före MilDef, och har sedan dess varit i grundarfamiljens ägo. Nu var det dags för ett generationsskifte, där den yngre generationen inte kände sig manade att ta över. Därför blev MilDef den naturliga köparen, då de två företagen haft kontakt och samarbetat sedan MilDefs start 1997. Samarbetet har dessutom stärkts de senaste åren, då Roda blivit MilDefs primära försäljningskanal på den tyska marknaden.

### Rodas historiska utveckling

Eftersom Roda inte är börsnoterat är det inte helt enkelt att hitta historisk data för bolagets finansiella utveckling. Siffrorna nedan är därför obekräftade och sannolikt inte helt exakta, men de bör vara relativt nära och ge en känsla för historiken. Vi fann försäljningsciffror för åren 2019–2021, och i pressmeddelandet uppgavs att omsättningen 2023 låg kring 800 mkr. Vi har därför antagit att omsättningen för 2022 är ett genomsnitt av åren 2021 och 2023. Vi fann även EBIT för åren 2019–2022, och EBIT för 2023 bekräftades i pressmeddelandet. Enligt dessa siffror har Rodas EBIT-marginal vanligtvis varierat mellan 10–20%, vilket är högre än MilDefs.



Källa: Factset, MilDef, Penser by Carnegie



Källa: Factset, MilDef, Penser by Carnegie

Av pressmeddelandet noterar vi några framträdande aspekter av Rodas finanser för 2023. Dels att EBITA-marginalen är 16%, vilket är betydligt högre än MilDef och kan bidra till att bolaget når sitt finansiella mål om en EBITA-marginal på 15%. Dels att bruttomarginalen endast uppgår till 29%, vilket vi tolkar som att Roda och MilDef sannolikt beräknar bruttomarginalen på olika sätt. Annars skulle kostnaderna per anställd för Roda vara sensationellt låga.

### Vi ser potential för förbättrade bruttomarginaler

Genom samgåendet blir MilDef nu den absolut största kunden till taiwanesiska MilDef Crete. Både MilDef och Roda är återförsäljare av MilDef Crete, som tillverkar de robusta mobila enheterna, som laptops och surfplattor, vilka de båda företagen säljer. Under 2023 omsatte MilDef Crete cirka 1 018 mkr. Om vi summerar MilDef och Rodas kostnad för sålda varor (KSV) för 2023 når vi ett värde på 1 163 mkr. MilDef och Rodas KSV består naturligtvis inte enbart av inköp från MilDef Crete, men om vi antar att 35% av båda företagens KSV utgörs av inköp från MilDef Crete, står de för hela 40% av MilDef Cretes totala försäljning. Detta stärker MilDefs förhandlingsposition gentemot MilDef Crete, vilket möjliggör bättre villkor. Samtidigt ser vi en risk med den ökade exponeringen mot Taiwan, särskilt med de ökande spänningarna mellan Taiwan och Kina.

SEKm	2023
MilDef Crete omsättning	1,018
MilDef KSV	-595
Roda KSV	-568
Toalt KSV	-1,163
35% av total KSV	-407
Andel av MilDef Crete omsättning	40%

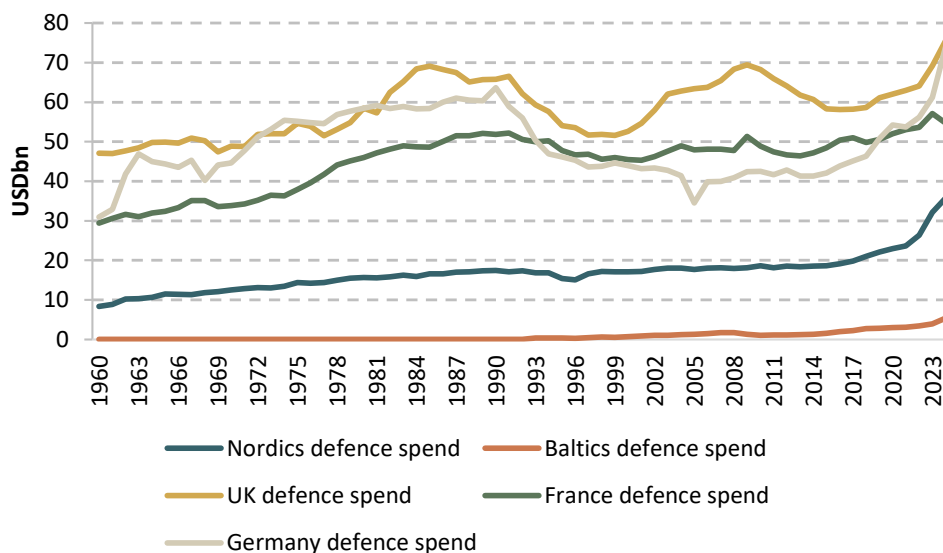
## Ökad exponering mot den intressanta Centraleuropeiska marknaden

I MilDef har vi tidigare saknat starkare närvaro på den centraleuropeiska marknaden, vilket de får via förvärvet. Vi ser också Rodas kontor i Frankrike och UK som intressanta då det är två stora marknader. Roda har även mycket god relation med den tyska försvarsmakten och har långsiktiga ramavtal där. Dessutom har Roda etablerade kontakter i Polen, Baltikum och Frankrike, vilka vi också bedömer som särskilt intressanta marknader för MilDef.

Vi ser Rodas kontakter i Tyskland, Frankrike och UK som de mest intressanta. Dels på grund av ländernas höga försvarsbudgetar, vilket skapar möjligheter för tillväxt, och dels för att dessa länder har omfattande försvarsindustrier. Med Rodas nätverk kan MilDef lättare sälja sina egenutvecklade produkter direkt till både försvarsmakter och plattformstillverkare. Genom plattformstillverkare ser vi potential för MilDef att integreras i flera plattformar från start, som är fallet med exempelvis Archer, Challenger 3 och MIV Boxer. Förvärvet stärker därmed MilDefs position på den brittiska marknaden och ger förbättrad tillgång till Frankrike och Tyskland.

Polen och de baltiska länderna har visserligen mindre försvarsbudgetar och en mindre omfattande försvarsindustri, men de ligger alla i direkt närhet till Ryssland och satsar därmed mycket på sina försvar. Dessa länder spenderar högst andel av BNP på sina försvar i Europa, vilket ytterligare understryker deras satsning.

### Historisk utveckling av försvarsinvesteringar



Källa: Sipri, Penser by Carnegie

## Synergier

Vi ser flera synergier mellan företagen när det gäller intäkter, kostnader och marknadspositionering. Genom att bli en större aktör ökar MilDefs relevans som partner både för försvarsmakter och försvarsindustrin. Den största intäktsvinsten ligger i att MilDef genom förvärvet snabbare kan expandera på den växande europeiska försvarsmarknaden.

Via Rodas kontaktnät och försäljningsorganisation kan MilDef effektivt marknadsföra sina egenutvecklade produkter och skapa samarbeten med nya kunder. Det finns ett visst överlapp i produktsortiment, men eftersom företagen sålt produkterna till olika kundbaser ser vi inga större problem i detta. Utöver de gemensamma produkterna bidrar Roda dessutom med ett starkt erbjudande inom framför allt skärmar för olika användningsområden.

Vi ser även potential för vissa kostnadsbesparingar, även om detta inte är den främsta fördelen. Eftersom båda företagen har kontor i UK, finns möjligheter till effektiviseringar där. Som tidigare nämnt får MilDef också en starkare förhandlingsposition gentemot MilDef Crete, och ytterligare operativa kostnadssynergier kan tillkomma.

## Rodas primära produktsortiment



Källa: Roda

## MilDefs primära produktsortiment



Källa: MilDef

### Vad vi ser för potentiell utveckling efter sammanslagningen

Eftersom vi ännu inte har tillräckligt bekräftad information gör vi inga justeringar av våra estimat. Följande beräkningar baseras på preliminära data och innehåller flera osäkerheter. Därför bör följande avsnitt endast ses som ett räkneexempel på vad förvärvet potentiellt kan innebära. När vi får mer bekräftad information kan flera av dessa beräkningar behöva revideras.

Enligt pressmeddelandet hade Roda en omsättning på cirka 800 mkr under 2023. Om vi antar samma tillväxt för Roda som för MilDef under 2024 och 2025, och justerar MilDefs tillväxt för de 100 mkr i försäljning som 2023 påverkades av leveransförseningar från 2022 till följd av chipbrist, landar vi på en tillväxtsiffra på 15%. Vi bedömer detta som rimligt eftersom de två bolagen har liknande verksamheter och är verksamma på liknande marknader. Vidare antar vi att Rodas EBITA-marginal sjunker en procentenhet till 15%, då sammanslagningen sannolikt kommer att påverka lönsamheten initialt.

För 2025e, som är det första året där Roda är fullt medräknat, uppgår omsättningen till 2 487 mkr och EBITA till 367 mkr, vilket motsvarar en EBITA-marginal på 14,8% – nära de finansiella målen. Hur nettovinsten kommer att påverkas är svårare att bedöma med den information vi har idag, eftersom detta påverkas av faktorer som förändrade avskrivningar och ökade finansiella kostnader.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e
<b>Roda</b>							
Sales	451	580	383	591	800	920	1,076
Tillväxt		29%	-34%	55%	35%	15%	17%
EBITA					130	147	161
EBITA-marginal					16%	16%	15%
<b>MilDef</b>							
Sales	334	400	470	739	1,151	1,206	1,410
Tillväxt	37%	20%	17%	57%	56%	5%	17%
EBITA	31	69	20	45	140	142	206
EBITA-marginal	9.2%	17.2%	4.2%	6.1%	12.2%	11.8%	14.6%
<b>Efter sammanslagningen</b>							
Sales					1,951	2,126	2,487
Tillväxt						9%	17%
EBITA						290	367
EBITA-marginal						13.6%	14.8%

Source: Factset, MilDef, Penser by Carnegie

## Förvävsstruktur

Den totala köpeskillingen uppgår till cirka 980 mkr och är uppdelad i en initial köpeskillning och en tilläggsköpeskillning. Den initiala köpeskillingen består av en kontantbetalning på EUR70m, motsvarande cirka 808 mkr, samt en apportemission om 1 374 047 aktier, värderad till 126 mkr baserat på emissionskursen. Därtill kan en tilläggsköpeskillning om EUR4m, motsvarande cirka 46 mkr, tillkomma om Roda når överenskomna mål för 2024, vilket vi bedömer som högst sannolikt.

Förvärvet finansieras genom en emission av 5 434 782 aktier till en teckningskurs om 92 kr, vilket motsvarar 500 mkr, medan resterande 354 mkr finansieras via en lånefacilitet. Vi räknar därför med att nettoskulden, som efter Q3'24 uppgår till 224 mkr, ökar med 354 mkr till 578 mkr, motsvarande en net debt/EBITDA på cirka 2,0x för 2024e när Rodas resultat inkluderas. Antalet aktier förväntas öka till 46,74m från tidigare 39,93m till följd av emissionen och apportemissionen.

### Beräkning av köpeskillning, antal aktier samt nettoskuld

Köpeskillning	980
Kontant del	808
Apportemission av ca 1.4m aktier	126
Tilläggsköpeskillning	46
Emission	500
Lån	354
Antal aktier före emissionen	39,932,066
Emission	5,434,782
Apportemission	1,374,047
Antal aktier efter förvärv	46,740,895
Nettoskuld Q3'24	224
Ny nettoskuld	578

Källa: MilDef, Penser by Carnegie

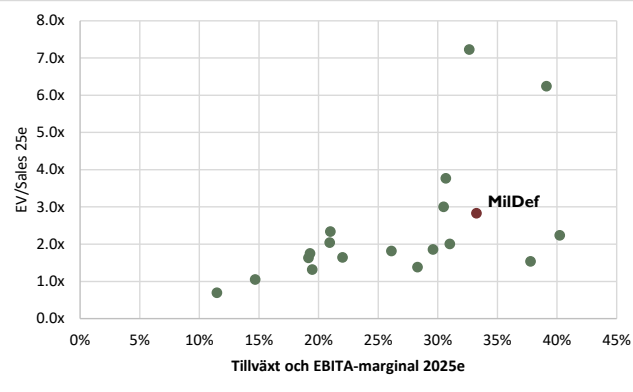
## Potentiellt värde efter förvärvet

Det potentiella värdet är i hög grad beroende av den finansiella utvecklingen. I de följande beräkningarna utgår vi från den tidigare nämnda utvecklingen baserad på ej bekräftad data, vilket innebär att dessa beräkningar endast ska ses som ett potentiellt scenario.

När vi bedömer MilDefs värdering jämför vi med europeiska försvarsbolag, eftersom dessa i större utsträckning delar MilDefs marknadsexponering, drivkrafter och utmaningar, snarare än amerikanska aktörer. För att sätta MilDefs förväntade utveckling i relation till sektorn använder vi EV/Sales för 2025 med förväntad tillväxt och EBITA-marginal för samma år. MilDef är ett av de bolag som förväntas uppvisa starkast utveckling.

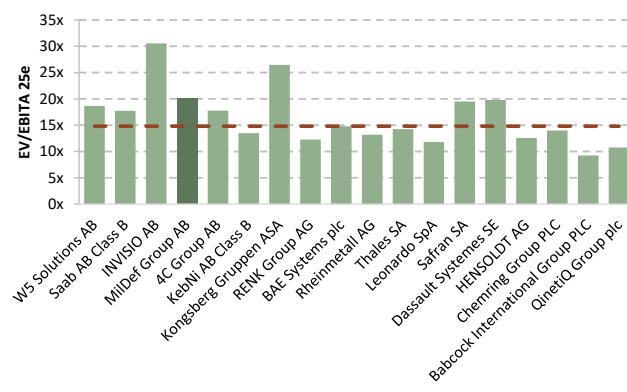
Sektorn värderas relativt jämnt med en median på EV/EBITA om 14,8x. MilDef är idag ett av de högst värderade bolagen i sektorn, vilket vi anser vara välförtjänt. Dels beror det på bolagets höga orderingång och förbättrade marginaler, dels på att vi inte klassar deras produkter som politiskt känsliga. Med politiskt känsliga produkter avser vi främst sådana vars försäljning kan påverkas av politik. Företag som säljer flygplan, stridsfordon eller vapensystem kan exempelvis påverkas av att ett köpande land har politiska kopplingar till ett annat land som blockerar en affär. Även ur ett investerarperspektiv gynnas MilDef, då de inte tillverkar skarpa vapenprodukter. Vi anser därför att MilDef bör värderas på sektorns genomsnittsnivå eller högre, eftersom majoriteten av de andra bolagen tillverkar politiskt känsliga produkter.

### Tillväxt + EBITA-marginal vs EV/Sales 2025e



Källa: Factset, Penser by Carnegie

### EV/EBITA 2025e



Källa: Factset, Penser by Carnegie

### Förväntade utvecklingen i Svenska och Europeiska försvarsbolag

	Mcap. (EURm)	Sales growth			Gross margin			EBITA margin			Net debt/EBITDA		
		2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e
<b>Swedish defence companies</b>													
W5 Solutions AB	52	1.2%	20.9%	21.8%	59.6%	58.4%	56.5%	0.5%	7.4%	10.6%	3.2x	1.0x	0.5x
Saab AB Class B	11,237	20.5%	15.9%	14.9%	22.0%	22.2%	22.9%	9.6%	10.2%	11.0%	-0.2x	-0.3x	-0.4x
INVISIO AB	1,129	34.7%	9.0%	15.2%	55.5%	60.4%	61.2%	20.5%	23.7%	25.5%	-0.7x	-1.0x	-1.2x
MilDef Group AB	340	6.9%	19.2%	15.5%	48.5%	47.4%	47.5%	12.3%	14.1%	15.6%	0.8x	0.3x	-0.1x
4C Group AB	46	3.9%	12.8%	12.1%	-	-	-	-1.2%	9.3%	11.7%	1.5x	0.4x	0.2x
Clavister Holding AB	36	17.1%	18.3%	12.5%	78.7%	77.3%	77.5%	-5.8%	2.7%	9.8%	4.9x	2.8x	2.1x
KebNi AB Class B	20	89.4%	26.4%	21.5%	48.0%	46.8%	46.9%	6.4%	11.4%	12.5%	-1.1x	-0.6x	-0.7x
<b>Average</b>	<b>1,837</b>	<b>24.8%</b>	<b>17.5%</b>	<b>16.2%</b>	<b>52.1%</b>	<b>52.1%</b>	<b>52.1%</b>	<b>6.1%</b>	<b>11.2%</b>	<b>13.8%</b>	<b>1.2x</b>	<b>0.4x</b>	<b>0.1x</b>
<b>Median</b>	<b>52</b>	<b>17.1%</b>	<b>18.3%</b>	<b>15.2%</b>	<b>52.0%</b>	<b>52.9%</b>	<b>52.0%</b>	<b>6.4%</b>	<b>10.2%</b>	<b>11.7%</b>	<b>0.8x</b>	<b>0.3x</b>	<b>-0.1x</b>
<b>European defence companies</b>													
Kongsberg Gruppen ASA	17,710	20.0%	16.5%	11.4%	62.5%	61.7%	80.1%	14.3%	14.2%	14.7%	-0.3x	-0.4x	-0.6x
RENK Group AG	2,052	18.8%	14.7%	13.2%	26.3%	27.9%	29.0%	14.8%	16.3%	17.2%	1.8x	1.2x	0.8x
BAE Systems plc	50,202	11.7%	8.2%	5.7%	9.0%	9.4%	9.5%	10.8%	11.0%	11.2%	1.7x	1.5x	1.3x
Rheinmetall AG	25,003	38.9%	23.3%	22.3%	39.5%	34.0%	34.0%	15.3%	16.9%	17.8%	0.5x	0.2x	0.0x
Thales SA	33,126	9.2%	7.0%	6.4%	27.1%	27.7%	28.2%	11.7%	12.3%	12.8%	1.0x	0.6x	0.2x
Leonardo SpA	14,847	11.9%	5.8%	5.9%	11.4%	11.6%	12.5%	8.3%	8.9%	9.7%	0.9x	0.6x	0.2x
Safran SA	92,673	17.4%	15.1%	10.5%	24.6%	24.4%	24.9%	15.0%	15.4%	16.0%	-0.3x	-0.4x	-0.7x
Dassault Systemes SE	43,392	4.3%	7.6%	8.2%	83.8%	84.4%	84.1%	31.0%	31.5%	31.8%	-0.6x	-1.1x	-1.5x
HENSOLDT AG	4,128	25.2%	14.8%	11.1%	25.1%	25.3%	26.4%	14.7%	14.8%	15.8%	1.6x	1.2x	0.8x
Chemring Group PLC	1,192	6.4%	6.4%	9.1%	-	-	-	14.2%	14.6%	15.0%	0.7x	1.0x	0.9x
Babcock International Group PLC	3,036	5.0%	3.9%	4.5%	7.7%	7.6%	7.7%	7.1%	7.5%	7.9%	0.7x	0.5x	0.2x
QinetiQ Group plc	3,129	6.5%	7.2%	7.0%	-	-	-	12.1%	12.2%	12.3%	0.5x	0.2x	-0.2x
<b>Average</b>	<b>24,207</b>	<b>14.6%</b>	<b>10.9%</b>	<b>9.6%</b>	<b>31.7%</b>	<b>31.4%</b>	<b>33.6%</b>	<b>14.1%</b>	<b>14.6%</b>	<b>15.2%</b>	<b>0.7x</b>	<b>0.4x</b>	<b>0.1x</b>
<b>Median</b>	<b>16,278</b>	<b>11.8%</b>	<b>7.9%</b>	<b>8.7%</b>	<b>25.7%</b>	<b>26.5%</b>	<b>27.3%</b>	<b>14.3%</b>	<b>14.4%</b>	<b>14.8%</b>	<b>0.7x</b>	<b>0.5x</b>	<b>0.2x</b>
<b>Total average</b>	<b>15,966</b>	<b>18.4%</b>	<b>13.3%</b>	<b>12.0%</b>	<b>39.3%</b>	<b>39.2%</b>	<b>40.6%</b>	<b>11.1%</b>	<b>13.4%</b>	<b>14.7%</b>	<b>0.9x</b>	<b>0.4x</b>	<b>0.1x</b>
<b>Total median</b>	<b>3,129</b>	<b>11.9%</b>	<b>14.7%</b>	<b>11.4%</b>	<b>33.3%</b>	<b>31.0%</b>	<b>31.5%</b>	<b>12.1%</b>	<b>12.3%</b>	<b>12.8%</b>	<b>0.7x</b>	<b>0.4x</b>	<b>0.2x</b>

Källa: Factset, Penser by Carnegie



## Värderingen av Svenska och Europeiska försvarbolag

	Mcap. (EURm)	EV/Sales			EV/EBITA			EV/EBIT			PE		
		2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e
<b>Swedish defence companies</b>													
W5 Solutions AB	52	1.7x	1.4x	1.1x	326.7x	18.7x	10.7x	-	239.5x	21.9x	-	19.8x	11.4x
Saab AB Class B	11,237	2.1x	1.8x	1.6x	21.9x	17.8x	14.4x	23.0x	18.5x	15.1x	30.1x	23.8x	19.4x
INVISIO AB	1,129	7.9x	7.2x	6.3x	38.3x	30.5x	24.6x	39.8x	31.2x	24.9x	54.8x	42.0x	33.5x
MilDef Group AB	340	3.4x	2.8x	2.4x	27.5x	20.1x	15.7x	36.3x	23.2x	18.6x	50.2x	30.5x	23.9x
4C Group AB	46	1.9x	1.6x	1.5x	-	17.8x	12.5x	-	17.8x	12.5x	-	22.8x	13.3x
Clavister Holding AB	36	2.8x	2.3x	2.1x	-	87.0x	21.3x	-	87.0x	21.3x	-	-	37.5x
KebNi AB Class B	20	1.9x	1.5x	1.3x	30.4x	13.5x	10.1x	34.8x	24.3x	16.2x	46.6x	31.0x	18.6x
<b>Average</b>	<b>1,837</b>	<b>3.1x</b>	<b>2.7x</b>	<b>2.3x</b>	<b>89.0x</b>	<b>29.3x</b>	<b>15.6x</b>	<b>33.5x</b>	<b>63.1x</b>	<b>18.7x</b>	<b>45.4x</b>	<b>28.3x</b>	<b>22.5x</b>
<b>Median</b>	<b>52</b>	<b>2.1x</b>	<b>1.8x</b>	<b>1.6x</b>	<b>30.4x</b>	<b>18.7x</b>	<b>14.4x</b>	<b>35.5x</b>	<b>24.3x</b>	<b>18.6x</b>	<b>48.4x</b>	<b>27.2x</b>	<b>19.4x</b>
<b>European defence companies</b>													
Kongsberg Gruppen ASA	17,710	4.4x	3.8x	3.4x	30.7x	26.5x	23.0x	32.4x	27.6x	23.9x	41.0x	34.4x	29.8x
RENK Group AG	2,052	2.3x	2.0x	1.8x	15.5x	12.3x	10.3x	15.1x	12.0x	10.2x	20.6x	15.8x	13.1x
BAE Systems plc	50,202	1.8x	1.6x	1.5x	16.4x	14.8x	13.8x	16.5x	14.9x	13.9x	20.2x	17.8x	16.2x
Rheinmetall AG	25,003	2.8x	2.2x	1.8x	18.0x	13.2x	10.3x	19.1x	14.0x	10.6x	26.5x	19.0x	14.2x
Thales SA	33,126	1.9x	1.7x	1.6x	16.0x	14.3x	12.9x	16.0x	14.2x	12.9x	18.8x	16.7x	14.9x
Leonardo SpA	14,847	1.1x	1.1x	1.0x	13.3x	11.8x	10.3x	14.3x	12.2x	10.8x	16.2x	14.7x	12.3x
Safran SA	92,673	3.5x	3.0x	2.7x	23.0x	19.5x	17.0x	22.8x	19.1x	16.6x	32.4x	26.2x	22.0x
Dassault Systemes SE	43,392	6.7x	6.2x	5.8x	21.6x	19.8x	18.1x	21.0x	19.5x	17.6x	25.1x	23.5x	21.4x
HENSOLDT AG	4,128	2.1x	1.9x	1.7x	14.5x	12.6x	10.5x	16.8x	14.2x	12.1x	22.7x	19.0x	16.2x
Chemring Group PLC	1,192	2.1x	2.0x	1.9x	15.0x	14.0x	12.5x	15.1x	14.2x	12.6x	18.8x	17.9x	16.0x
Babcock International Group PLC	3,036	0.7x	0.7x	0.7x	10.1x	9.2x	8.4x	10.1x	9.1x	8.4x	12.9x	11.4x	10.4x
QinetiQ Group plc	3,129	1.4x	1.3x	1.2x	11.7x	10.8x	10.0x	11.7x	10.8x	10.0x	14.6x	12.9x	11.7x
<b>Average</b>	<b>24,207</b>	<b>2.6x</b>	<b>2.3x</b>	<b>2.1x</b>	<b>17.1x</b>	<b>14.9x</b>	<b>13.1x</b>	<b>17.6x</b>	<b>15.1x</b>	<b>13.3x</b>	<b>22.5x</b>	<b>19.1x</b>	<b>16.5x</b>
<b>Median</b>	<b>16,278</b>	<b>2.1x</b>	<b>1.9x</b>	<b>1.7x</b>	<b>15.8x</b>	<b>13.6x</b>	<b>11.5x</b>	<b>16.3x</b>	<b>14.2x</b>	<b>12.4x</b>	<b>20.4x</b>	<b>17.9x</b>	<b>15.4x</b>
<b>Total average</b>	<b>15,966</b>	<b>2.8x</b>	<b>2.4x</b>	<b>2.2x</b>	<b>38.3x</b>	<b>20.2x</b>	<b>14.0x</b>	<b>21.6x</b>	<b>32.8x</b>	<b>15.3x</b>	<b>28.2x</b>	<b>22.2x</b>	<b>18.7x</b>
<b>Total median</b>	<b>3,129</b>	<b>2.1x</b>	<b>1.9x</b>	<b>1.7x</b>	<b>18.0x</b>	<b>14.8x</b>	<b>12.5x</b>	<b>17.9x</b>	<b>17.8x</b>	<b>13.9x</b>	<b>23.9x</b>	<b>19.4x</b>	<b>16.2x</b>

Källa: Factset, Penser by Carnegie

När vi beräknar ett potentiellt motiverat värde för MilDef utgår vi från en nettoskuld om 578 mkr och ett nytt antal aktier enligt tidigare beräkningar i analysen. Vi bedömer att MilDef bör värderas till en multipel i nivå med eller något över sektorns 14,8x. Med de antaganden som följer ser vi ett potentiellt motiverat värde på 104–120 kr per aktie. Vi vill betona att vi på grund av kvarstående osäkerheter väljer att inte justera vårt motiverade värde till detta intervall för tillfället och kan komma att göra helt andra antaganden när vi har ytterligare information. Vi kommer att uppdatera värderingen när vi har mer information.

### Potentiellt värde per aktie

		EBITA 2025e				
		327	347	367	387	407
EV/EBITA 25x	18.8x	119	127	135	144	152
	16.8x	105	113	120	127	134
	14.8x	91	98	104	110	117
	13.8x	84	90	96	102	108
	12.8x	77	83	88	94	99

Källa: Factset, Penser by Carnegie



## Resultaträkning

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Nettoomsättning</b>	<b>334</b>	<b>400</b>	<b>470</b>	<b>739</b>	<b>1 151</b>	<b>1 206</b>	<b>1 410</b>	<b>1 620</b>
Kostnad sålda varor	-209	-216	-260	-387	-595	-609	-715	-815
<b>Bruttoresultat</b>	<b>125</b>	<b>184</b>	<b>210</b>	<b>352</b>	<b>556</b>	<b>597</b>	<b>695</b>	<b>805</b>
Försäljningskostnader	-54	-56	-114	-206	-283	-300	-339	-363
Administrationskostnader	-20	-36	-59	-67	-86	-107	-110	-118
R&D-kostnader	-26	-33	-40	-49	-81	-88	-86	-104
Övriga rörelsekostnader	11	16	36	30	61	70	78	86
<b>EBITDA</b>	<b>36</b>	<b>70</b>	<b>21</b>	<b>60</b>	<b>168</b>	<b>172</b>	<b>239</b>	<b>306</b>
Jämförelsestörande poster	0	-4	-12	0	0	0	0	0
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>36</b>	<b>75</b>	<b>32</b>	<b>60</b>	<b>168</b>	<b>172</b>	<b>239</b>	<b>306</b>
Avskrivningar	-5	-6	-13	-15	-28	-30	-33	-36
<b>EBITA, justerad</b>	<b>31</b>	<b>69</b>	<b>20</b>	<b>45</b>	<b>140</b>	<b>142</b>	<b>206</b>	<b>270</b>
Avskrivningar immateriella tillgångar	-6	-6	-11	-16	-32	-40	-44	-48
<b>EBIT</b>	<b>25</b>	<b>59</b>	<b>-3</b>	<b>29</b>	<b>108</b>	<b>103</b>	<b>162</b>	<b>222</b>
<b>EBIT, justerad</b>	<b>25</b>	<b>63</b>	<b>9</b>	<b>29</b>	<b>108</b>	<b>103</b>	<b>162</b>	<b>222</b>
Finansnetto	0	-2	-2	-10	-20	-18	-19	-14
<b>Resultat före skatt</b>	<b>25</b>	<b>57</b>	<b>-5</b>	<b>19</b>	<b>88</b>	<b>85</b>	<b>143</b>	<b>208</b>
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	<b>25</b>	<b>61</b>	<b>6</b>	<b>19</b>	<b>88</b>	<b>85</b>	<b>143</b>	<b>208</b>
Total skatt	-6	-13	5	-5	-20	-18	-30	-44
<b>Nettoresultat</b>	<b>19</b>	<b>44</b>	<b>-1</b>	<b>14</b>	<b>69</b>	<b>67</b>	<b>113</b>	<b>164</b>
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>19</b>	<b>49</b>	<b>11</b>	<b>14</b>	<b>69</b>	<b>67</b>	<b>113</b>	<b>164</b>
Omsättningsstillväxt	Neg.	20%	17%	57%	56%	5%	17%	15%
Bruttomarginal	37,4%	45,9%	44,7%	47,7%	48,3%	49,5%	49,3%	49,7%
EBIT-marginal, justerad	7,5%	15,7%	1,8%	4,0%	9,4%	8,5%	11,5%	13,7%
EPS, justerad	0,82	2,09	0,37	0,38	1,71	1,66	2,81	4,07
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	156%	-82%	3%	353%	-3%	70%	45%

Källa: MilDef Group, Penser by Carnegie

## Kassaflödesanalys

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EBIT	25	59	-3	29	108	103	162	222
Övriga kassaflödesposter	3	-5	12	17	37	23	27	26
Förändringar i rörelsekapital	-36	10	-66	-123	-90	-29	-70	-66
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>-8</b>	<b>64</b>	<b>-57</b>	<b>-77</b>	<b>54</b>	<b>97</b>	<b>120</b>	<b>182</b>
Investeringar i anläggningstillgångar	-1	-5	-11	-5	-14	-14	-14	-16
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-2	-4	-6	-13	-32	-17	-34	-38
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	<b>-3</b>	<b>-9</b>	<b>-17</b>	<b>-18</b>	<b>-46</b>	<b>-31</b>	<b>-48</b>	<b>-55</b>
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>-11</b>	<b>55</b>	<b>-74</b>	<b>-95</b>	<b>9</b>	<b>66</b>	<b>72</b>	<b>128</b>
Förvärv och avyttringar	0	0	-172	-383	-23	-13	0	0
Nyemission / återköp	0	0	392	223	0	4	0	0
Förändring av skulder	1	-1	0	180	60	-73	-30	-30
Utdelningar	-6	-9	-17	-27	0	-20	-30	-40
Övriga poster	-4	-5	-9	-11	-21	-22	-22	-22
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	<b>-9</b>	<b>-14</b>	<b>194</b>	<b>-18</b>	<b>16</b>	<b>-124</b>	<b>-82</b>	<b>-92</b>
<b>Kassaflöde</b>	<b>-20</b>	<b>41</b>	<b>120</b>	<b>-113</b>	<b>24</b>	<b>-58</b>	<b>-10</b>	<b>35</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>62</b>	<b>20</b>	<b>-99</b>	<b>80</b>	<b>153</b>	<b>125</b>	<b>113</b>	<b>55</b>

Källa: MilDef Group, Penser by Carnegie

## Balansräkning

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>TILLGÅNGAR</b>								
Goodwill	0	0	285	599	576	567	567	567
Övriga immateriella tillgångar	8	3	1	0	0	0	0	0
Materiella anläggningstillgångar	2	7	15	17	22	24	29	31
Övriga anläggningstillgångar	82	80	76	156	179	148	114	82
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>92</b>	<b>89</b>	<b>377</b>	<b>772</b>	<b>777</b>	<b>739</b>	<b>710</b>	<b>680</b>
Varulager	47	57	86	237	290	283	331	389
Kundfordringar	126	161	136	255	285	283	334	377
Övriga omsättningstillgångar	12	13	41	70	93	140	140	140
Likvida medel och kortfristiga placeringar	9	47	169	60	82	24	14	50
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>193</b>	<b>279</b>	<b>432</b>	<b>622</b>	<b>749</b>	<b>730</b>	<b>819</b>	<b>955</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>285</b>	<b>368</b>	<b>808</b>	<b>1 394</b>	<b>1 526</b>	<b>1 469</b>	<b>1 529</b>	<b>1 635</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>								
Eget kapital	101	133	568	788	845	890	973	1 098
<b>Summa eget kapital</b>	<b>101</b>	<b>133</b>	<b>568</b>	<b>788</b>	<b>845</b>	<b>890</b>	<b>973</b>	<b>1 098</b>
Långfristiga leasingsskulder	66	59	52	71	76	57	35	12
Övriga långfristiga skulder	6	9	55	210	165	157	127	97
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>72</b>	<b>68</b>	<b>107</b>	<b>281</b>	<b>242</b>	<b>214</b>	<b>162</b>	<b>110</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	0	0	10	53	131	67	67	67
Leverantörsskulder	44	63	40	105	114	104	114	140
Kortfristiga leasingsskulder	5	8	9	16	27	26	26	26
Övriga kortfristiga skulder	63	96	75	151	167	169	187	196
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>112</b>	<b>167</b>	<b>133</b>	<b>326</b>	<b>440</b>	<b>365</b>	<b>394</b>	<b>428</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>285</b>	<b>368</b>	<b>808</b>	<b>1 394</b>	<b>1 526</b>	<b>1 469</b>	<b>1 529</b>	<b>1 635</b>

Källa: MilDef Group, Penser by Carnegie

## Tillväxt och marginaler

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Intäktstillväxt	Neg.	20%	17%	57%	56%	5%	17%	15%
EBITDA-tillväxt, justerad	Neg.	108%	-57%	86%	180%	3%	39%	28%
EBIT-tillväxt, justerad	Neg.	153%	-86%	240%	270%	-5%	58%	37%
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	156%	-82%	3%	353%	-3%	70%	45%
Bruttomarginal	37,4%	45,9%	44,7%	47,7%	48,3%	49,5%	49,3%	49,7%
EBITDA-marginal	10,7%	17,6%	4,4%	8,1%	14,6%	14,3%	16,9%	18,9%
EBITDA-marginal, justerad	10,7%	18,6%	6,9%	8,1%	14,6%	14,3%	16,9%	18,9%
EBIT-marginal	7,5%	14,7%	Neg.	4,0%	9,4%	8,5%	11,5%	13,7%
EBIT-marginal, justerad	7,5%	15,7%	1,8%	4,0%	9,4%	8,5%	11,5%	13,7%
Vinst-marginal, justerad	5,7%	12,1%	2,3%	1,9%	6,0%	5,5%	8,0%	10,1%

Källa: MilDef Group, Penser by Carnegie

## Avkastning

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
ROE, justerad	Neg.	42%	3%	2%	8%	8%	12%	16%
ROCE, justerad	Neg.	34%	2%	4%	11%	10%	15%	19%
ROIC, justerad	Neg.	40%	3%	4%	12%	10%	15%	20%

Källa: MilDef Group, Penser by Carnegie

## Kapitaleffektivitet

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

Källa: MilDef Group, Penser by Carnegie

## Finansiell ställning

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	62	20	-99	80	153	125	113	55
Soliditet	36%	36%	70%	57%	55%	61%	64%	67%
Nettoskulsättningsgrad	0,6x	0,1x	-0,2x	0,1x	0,2x	0,1x	0,1x	0,1x
Nettoskuld / EBITDA	1,7x	0,3x	-4,8x	1,3x	0,9x	0,7x	0,5x	0,2x

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	1,66	2,81	4,07
EPS, justerad	0,82	2,09	0,37	0,38	1,71	1,66	2,81	4,07
FCF per aktie	-0,46	2,36	-2,52	-2,53	0,22	1,63	1,80	3,16
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	22,1	24,2	27,2
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

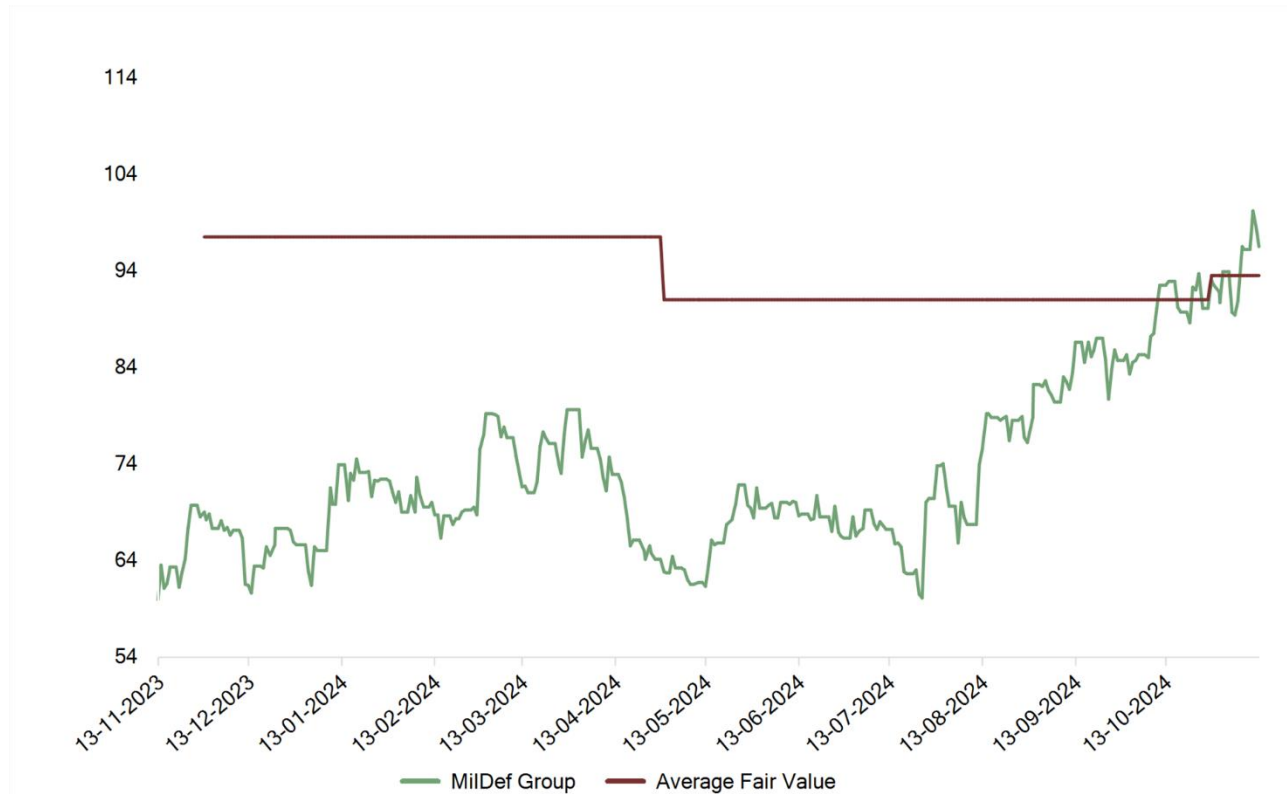
## Värdering

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
P/E, justerad	100x	46,1x	100x	100x	38,4x	58,2x	34,3x	23,7x
P/EK	22,1x	16,9x	2,7x	3,9x	3,1x	4,4x	4,0x	3,5x
P/FCF	Neg.	40,8x	Neg.	Neg.	100x	59,2x	53,6x	30,5x
FCF-yield	Neg.	2%	Neg.	Neg.	0%	2%	2%	3%
Direktavkastning	0,4%	0,8%	1,4%	0,9%	0,0%	0,5%	0,8%	1,0%
Utdelningsandel, justerad	45,9%	35,9%	>100%	>100%	0,0%	30,2%	26,7%	24,6%
EV/Sales	Neg.	Neg.	3,8x	4,5x	2,4x	3,4x	2,9x	2,5x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	55,9x	55,0x	16,5x	23,7x	17,1x	13,3x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	100x	100x	25,6x	39,7x	25,1x	18,4x
EV	Neg.	Neg.	1 804	3 301	2 768	4 077	4 077	4 077
Aktiekurs	96,5	96,5	52,3	80,8	65,6	96,5	96,5	96,5

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 analytjänsterna 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 relaterat 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 följdskada, 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