



Penser Access by Carnegie

Försvarsindustri | Sverige | 18 november 2024

MilDef Group

Ett värdeskapande förvärv

Potential att göra samma resa i Europa som i Norden

Vi anser att förvärvet av Roda är ett strategiskt och värdeskapande förvärv som tydligt stärker MilDefs position på den europeiska marknaden. Det mest attraktiva med förvärvet är Rodas etablerade kontakt- och försäljningsnätverk inom den centraleuropeiska marknaden, där vi tidigare tyckt att MilDef har haft en svag närvaro. När vi analyserar Rodas verksamhet och marknadsposition ser vi många likheter med MilDefs position i Norden för 3–5 år sedan. Under de senaste åren har MilDef framgångsrikt gått från att vara en distributör av tredjepartsprodukter till att huvudsakligen sälja sina egenutvecklade produkter. Med tanke på att MilDef redan bevisat att europeiska aktörer som RBSL vill ha dess IT-system, ser vi god potential för MilDef att genomföra en liknande utvecklingsresa i Centraleuropa.

Låg transparens i det finansiella ökar osäkerheten i prognoserna

MilDef har endast offentliggjort Rodas finansiella resultat för 2023, men vad vi förstått baseras tilläggsköpeskillingen på att Rodas EBIT för 2024 överstiger EUR12,5m, motsvarande ca 145 mkr. I våra estimat, som beskrivs mer utförligt längre ned i analysen, utgår vi från att tilläggsköpeskillingen kommer att betalas ut. Baserat på detta beräknar vi att Rodas omsättning under 2024e bör uppgå till ca 1 004 mkr, förutsatt att bolaget inte redan uppvisar en tydlig marginalförbättring jämfört med 2023. Eftersom förvärvet förväntas slutföras under Q1'25 räknar vi med att den finansiella effekten börjar synas i MilDefs räkenskaper från och med Q2'25.

Höjer vårt motiverade värde till 120-130 kr per aktie från tidigare 90–97.

I vår värdering av MilDef har vi huvudsakligen utgått från en multipelvärdering med stöd av en DCF-modell. Eftersom Roda till större del fungerar som en återförsäljare anser vi att bolaget inte bör värderas lika högt som MilDef. Därför förväntar vi oss viss multipelkontraktion, men ser långsiktig potential för en omvärdering om MilDef lyckas etablera en liknande marknadsposition i Centraleuropa som det har i Norden. Vår uppdaterade värdering bygger på att vi behåller de multiplar för MilDef som gällde före förvärvet och värderar Roda baserat på medianmultiplar för europeiska försvarsbolag. Vår värdering motsvarar för 2025e EV/S 2,6–2,8x, EV/EBITA 16,4–17,7x och PE 26,3–28,6x. Motsvarande för 2026e är 2,0–2,1x, 11,2–12,1x och 17,3–18,8x.

Estimatändring				Prognos (mkr)				Värde och risk		
	24e	25e	26e	2023	2024e	2025e	2026e	Motiverat värde	120 - 130 kr	
Totala intäkter	0,0%	62,6%	85,1%	1 151	1 206	2 293	2 999	Aktiekurs	104 kr	
EBITDA, just.	0,0%	64,6%	84,2%	Tillväxt	56%	5%	90%	31%	Riskenivå	Medel
EPS, just.	0,0%	55,5%	63,2%	EBITDA, just.	168	172	393	564	Kursutveckling 12 mån	
Kommande händelser				EBIT, just.	108	103	299	453		
Q4 - rapport	06 februari 2025			EPS, just.	1,7	1,7	4,4	6,6		
Q1 - rapport	29 april 2025			EPS-tillväxt, just.	353%	-3%	164%	52%		
Bolagsfakta (mkr)				EK/aktie	21,0	22,1	33,2	38,8		
Antal aktier	40m			Utdelning per aktie	0,0	0,5	0,8	1,0		
Börsvärde	4 161			EBIT-marginal	9,4%	8,5%	12,8%	15,0%		
Nettoskuld	224			ROE, just.	8,4%	7,7%	16,2%	18,5%		
EV	4 385			ROCE, just.	9,3%	8,7%	18,3%	20,7%		
Free float	72%			EV/Sales	2,5x	3,6x	2,2x	1,7x		
Daglig handelsvolym, snitt	166k			EV/EBITDA	17,3x	25,5x	13,0x	9,0x		
Bloomberg Ticker	MILDEF SS EQUITY			EV/EBIT	26,8x	42,7x	17,0x	11,2x	Intressekonflikter	
Analytiker				P/E, just.	38,4x	62,9x	23,8x	15,7x		
Hugo Lisjö				P/EK	3,1x	4,7x	3,1x	2,7x	Yes	No
hugo.lisjo@carnegie.se				Direktavkastning	0,0%	0,5%	0,7%	1,0%	Likviditetsgarant	✓
				FCF yield	0%	2%	3%	3%	Certified adviser	✓
				Nettoskuld/EBITDA	1,7x	1,4x	1,2x	0,7x	Transaktioner 12m	✓

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 successivt minskat och många länders försvar är nu underinvesterade. Rysslands invasion av Ukraina ledde till tydligt förhöjd geopolitisk risk och kraftiga öknings 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 systemintegratör och fullspektrumleverantör av ruggad IT till försvar och säkerhet samt till statliga och kritiska infrastruktursektorer. Det 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 utgör 60-70% av omsättningen. Norden är bolagets största marknad och motsvarar ungefär hälften av försäljningen, följt av Europa och USA med ungefär en fjärdedel vardera. Viss försäljning 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 9,0%, långsiktig EBIT-marginal på 15% och långsiktig tillväxt på 3% får vi ett värde på 126 kr. Våra estimat inkluderar inte förvärv, och därför kan M&A bidra till ytterligare potential utöver vårt motiverade värde.

Motiverat värde

120–130 kr.

Rodas verksamhet liknar MilDef för 3–5 år sedan

Potential för MilDef att göra samma resa i Europa som det gjort i Norden

MilDef har under de senaste åren tydligt stärkt sin position på den nordiska marknaden. Bolaget har utvecklats från att vara en ren distributör av tredjepartsprodukter till att bli en helhets- och systemleverantör. Genom att erbjuda egna produkter, en utökad FoU-avdelning samt tjänster inom service och integration, har MilDef blivit en attraktiv partner som kan hantera projekt från ax till limpa. Detta innebär att MilDef både kan specialutveckla och producera systemen samt stå för installationen, vilket förenklar för kunderna som då endast behöver en motpart per projekt.

Vi uppfattar att Rodas position på den centraleuropeiska marknaden liknar MilDefs ställning i Norden för 3–5 år sedan. Rodas produktportfölj består främst av tredjepartsprodukter men inkluderar även vissa egenutvecklade produkter och kundanpassade lösningar. Roda har dessutom fungerat som återförsäljare av MilDefs egna produkter på den tyska marknaden, vilket skapar en stark grund för ett utökat samarbete. Genom förvärvet ser vi stor potential för MilDef att använda Rodas väletablerade kontaktnät för att erbjuda dessakunder samma helhetserbjudande som MilDef framgångsrikt levererar till sina befintliga kunder.

Vi bedömer att MilDef har goda möjligheter att lyckas med detta, då försvarsmarknaden tydligt visat att bolagets erbjudande är attraktivt. Vi ser potential för affärer både direkt mot försvarsmakter och inköpsorganisationer, samt gentemot de stora företagen inom försvarsindustrin. I en tid då försvarsmakterna har pengar men begränsad tid att genomföra projekt framstår MilDefs erbjudande som särskilt attraktivt. Möjligheten att ha en enda motpart förenklar processen och sparar tid.

Inom försvarsindustrin ser vi två andra starka drivkrafter. Fokusering på kärnverksamhet, många försvarsbolag väljer att koncentrera sig på sina specialistområden då det inte finns tid för annat. Detta leder till minskad intern kompetens. Exempelvis, när försvarsbolagen inte själva utvecklar IT-system tappar de både kompetens och produktionskapacitet. På lång sikt ser vi att detta ger MilDef ett konkurrensövertag, då dess ökade produktionsvolym och kunskap gör det både billigare och bättre för kunderna att köpa IT-system från MilDef än att utveckla egna.

Sammanfattningsvis anser vi att MilDef genom förvärvet har en stark position för att växa ytterligare på den centraleuropeiska marknaden och stärka sin roll som en ledande systemleverantör inom försvarsindustrin.

Visst överlapp i produkt erbjudande

Det finns vissa överlapp mellan de två bolagens produktportföljer, då både MilDef och Roda är distributörer av laptops och tablets som tillverkas av det taiwanesiska företaget MilDef Crete (Crete). Vi ser inget större problem med detta, men vi är delvis tveksamma till den ökade exponeringen mot Crete och Taiwan.

På den positiva sidan innebär förvärvet att MilDef kommer att stå för cirka 90% av Cretes omsättning (tidigare angav vi 40%, men efter samtal med MilDef framkom att andelen snarare ligger runt 90%). Detta gör MilDef till en mycket viktig kund för Crete och ger en starkare förhandlingsposition. Vi bedömer att detta kan bidra till att förbättra Rodas bruttomarginal, som 2023 låg på 29%.

Samtidigt ser vi en risk med den ökade exponeringen mot Taiwan, särskilt med tanke på de växande spänningarna i regionen. Detta skulle potentiellt kunna påverka MilDef negativt om den geopolitiska situationen i området förvärras. Sammanfattningsvis ser vi fördelar med den stärkta relationen till Crete, men noterar samtidigt den ökade geopolitiska risken.

Rodas primära produktsortiment



Källa: Roda

MilDefs primära produktsortiment



Källa: MilDef

Prognoser och prognosförändringar

MilDef har varit restriktivt med att dela detaljerad finansiell information om Roda och har endast offentliggjort ungefärliga siffror för 2023. Våra prognoser baseras därför på befintlig info samt ett antal antaganden som ännu inte är bekräftade, vilket innebär att det finns en relativt hög grad av osäkerhet i våra beräkningar.

Antaganden och beräkningar för Rodas utveckling 2024

I följande beräkningar har vi använt en växelkurs för EUR/SEK på 11,59 och omräknat den tillgängliga finansiella informationen om Roda till SEK. För att komma fram till siffrorna för 2024e har vi utgått från den information som finns för 2023 och gjort vissa antaganden baserade på hur MilDefs verksamhet såg ut under åren 2019–2020, då bolaget påminde mer om Roda.

Av det som framgår från MilDefs presentationer och pressmeddelanden vet vi att Roda hade en omsättning på EUR71m och en EBITDA på EUR11,5m under 2023, vilket motsvarar 823 mkr respektive 133 mkr med den angivna växelkursen. Enligt pressmeddelandet för förvärvet uppgick Rodas EBITA till 130 mkr 2023 och bruttomarginalen var 29 %. Vidare framgår det att tilläggsköpeskillingen för förvärvet baseras på att Rodas EBIT under 2024 ska överstiga EUR12,5m, motsvarande 145 mkr, vilket vi bedömer som högst sannolikt.

För att kunna beräkna EBIT och EBITA har vi gjort antagandet att Roda har samma relation mellan omsättning och avskrivningar av immateriella tillgångar som MilDef hade under åren 2019–2020. Relationen var då 1,6%, vilket för Roda motsvarar en avskrivning på 13 mkr. I pressmeddelandet tillkännagav MilDef att EBITA för Roda 2023 uppgick till 130 mkr, vilket med våra antaganden innebär att EBIT för 2023 uppgick till 117 mkr.

Eftersom det är sannolikt att tilläggsköpeskillingen kommer att betalas ut, räknar vi med att Rodas EBIT för 2024e uppgår till 145 mkr. Med samma avskrivningsrelation som tidigare på 1,6% innebär det att avskrivningarna för 2024e uppgår till 16 mkr, vilket ger en EBITA på 161 mkr. Vidare antar vi att Roda kan bibehålla sin EBITA-marginal på 16 % från 2023, vilket innebär att omsättningen för 2024 bör landa på cirka 1 006 mkr.

Dessa beräkningar är baserade på offentliggjorda data och våra antaganden kring Rodas marginaler och kostnadsstruktur. Även om det finns osäkerheter i våra antaganden ger de en bild av hur Rodas finansiella utveckling kan komma att se ut under 2024 och hur det kan påverka MilDefs resultat framgent.

Vi beräknar att Roda bör omsätta ca 1 mdr 2024e

SEKm	2023	2024e
Omsättning	823	1006
Tillväxt		22%
Bruttovinst	239	302
Bruttomarginal	29%	30%
OPEX	-122	-157
OPEX/Omsättning	-14.8%	-15.6%
EBITDA	133	165
EBITDA-marginal	16.2%	16.4%
Avsk. materiella	-3	-4
Avsk. materiella/Omsättning	-0.4%	-0.4%
EBITA	130	161
EBITA-marginal	15.8%	16.0%
Avsk. immateriella	-13	-16
Andel av omsättningen	-1.6%	-1.6%
EBIT	117	145
EBIT-marginal	14.2%	14.4%

Källa: MilDef, Penser by Carnegie

Påverkan på våra estimat

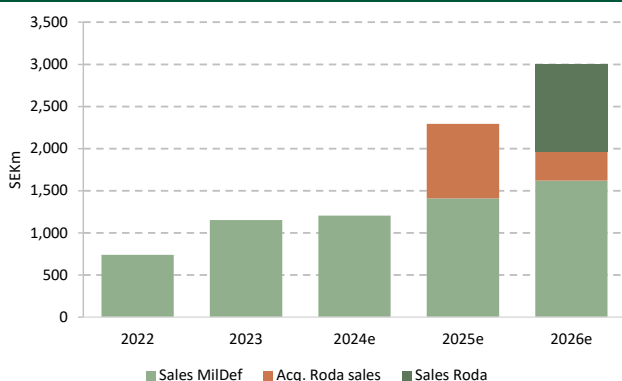
Affären förväntas slutföras under Q1'25, och vi räknar med att effekten av förvärvet kommer att synas i MilDefs siffror från och med Q2'25e. För 2025e och 2026e applicerar vi våra tidigare tillväxtestimat för MilDef på 17%, respektive 15% för Roda.

Under presentationen framhöll MilDef att Roda inte har lika stora säsongsvariationer som MilDef, vilket vi tolkar som att Roda inte är lika Q4-tungt. Detta är särskilt relevant eftersom vi räknar med full effekt från och med Q2'25e. I våra estimat antar vi att Rodas säsongsmönster fördelar sig enligt följande: Q1 25%, Q2 26%, Q3 21% och Q4 28%. Med en tillväxt på 17% estimerar vi att Rodas omsättning 2025e kommer att uppgå till 1 177 mkr, varav 882 mkr inkluderas i MilDefs resultat.

Baserat på dessa antaganden förväntar vi oss en total omsättningstillväxt för MilDef på 90% under 2025e, varav 17% är organisk. För 2026e estimerar vi en omsättningstillväxt på 31%, där den organiska tillväxten förväntas uppgå till 16%.

I grafen nedan representerar de ljusgröna staplarna våra tidigare uppskattningar av MilDefs omsättning, de orange staplarna visar den tillkommande förvärvade omsättningen från Roda, och de mörkgröna staplarna representerar den del av Rodas omsättning som inte längre klassificeras som förvärvad utan integreras som organisk tillväxt i MilDefs resultat.

Estimerar att Roda bidrar med 882 mkr i omsättning 2025e



Källa: MilDef, Penser by Carnegie

Roda står för 73% och 15% av tillväxten 2025e och 2026e

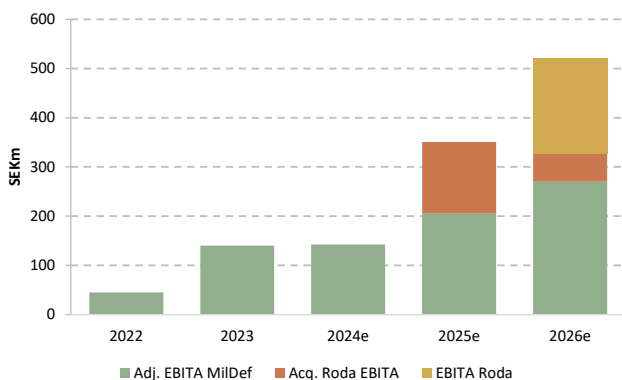


Källa: MilDef, Penser by Carnegie

Eftersom Roda haft högre marginal än MilDef förväntar vi oss att förvärvet kommer att accelerera MilDefs strävan att nå sitt finansiella mål om en EBITA-marginal på 15%. För 2025e uppskattar vi att Roda kommer att stå för 41% av EBITA, vilket höjer den totala marginalen till 15,3%, jämfört med tidigare prognos på 14,6%.

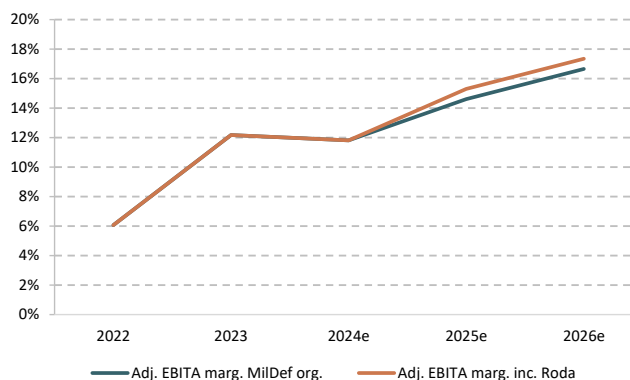
Vi ser större synergimöjligheter på intäktssidan än på kostnadssidan och räknar därför inte med några betydande kostnadsbesparingar. En av orsakerna till att Roda har kunnat driva sin verksamhet med så låga OPEX-kostnader är att det saknar en omfattande R&D-avdelning. Detta bidrar till dess höga effektivitet men innebär också att kostnadsstrukturen skiljer sig från MilDefs.

Vi förväntar oss tydlig EBITA ökning till följd av förvärvet



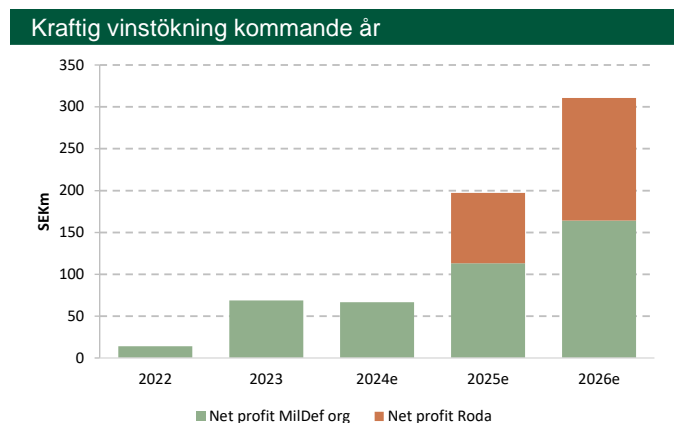
Källa: MilDef, Penser by Carnegie

Förväntar oss marginalexpansion

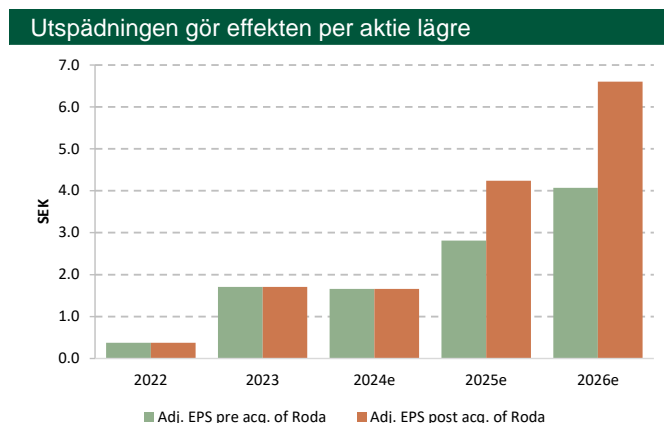


Källa: MilDef, Penser by Carnegie

Baserat på våra antaganden estimerar vi för närvarande att den justerade vinsten per aktie kommer att öka med 55% under 2025e och 63% under 2026e, som en direkt effekt av förvärvet av Roda.



Källa: MilDef, Penser by Carnegie



Källa: MilDef, Penser by Carnegie

Påverkan av balansräkningen och kassaflödet

Eftersom vi saknar information om Rodas balansräkning är det svårt att exakt bedöma hur MilDefs balansräkning kommer att påverkas efter förvärvet. I våra beräkningar för Q2'25 antar vi att goodwill, det egna kapitalet och långfristiga skulder ökar i linje med köpeskillingen, emissionen och lånet som täcker den återstående delen av den kontanta betalningen. Vi justerar även rörelsekapitalet, vilket beskrivs mer utförligt nedan.

Den kontanta betalningen för förvärvet uppgår till 854 mkr, inklusive tilläggsköpeskillingen. Eftersom emissionen utökades till 500 mkr, räknar vi med att MilDef kommer att ta upp ett lån på 350 mkr för att finansiera den resterande delen. Därmed förväntar vi oss att de långfristiga lånen ökar med 350 mkr från och med Q2'25.

Initialt antar vi att varulagret som andel av omsättningen kommer att minska, eftersom Roda är mer av en distributör och därmed inte har samma lager av komponenter som MilDef. Istället har Roda färdiga produkter på lager under en kortare period innan de levereras till kund. På längre sikt förväntar vi oss att lagrets värde som andel av omsättningen kommer att öka i takt med att MilDefs verksamhet och affärsmodell integreras i Roda. Med tanke på Rodas verksamhet förväntar vi oss också att det har haft ett starkare kassaflöde än MilDef.

Värdering

Vi anser att värderingen av Roda till 8x EV/EBITDA för 2023 är mycket attraktiv. Med den tillväxt och de marginaler vi har estimerat motsvarar detta cirka EV/EBITDA 5x för 2025e. Detta bör jämföras med medianvärderingen för europeiska försvarbolag, som ligger på 12x EV/EBITDA för 2025e, och MilDefs värdering, som är 17x. Vi anser att Roda bör värderas till en lägre multipel än MilDef eftersom det är mer av en återförsäljare, vilket till viss del kompenseras av dess historiskt höga tillväxt och goda marginaler. Eftersom Roda saknar egna IP har det inte samma möjlighet att påverka sina konkurrensfördelar lika mycket som MilDef, förutom genom pris och service. Initialt anser vi därför att Roda inte bör värderas till samma multiplar som MilDef. På sikt, om Rodas verksamhet blir mer lik MilDefs, ser vi dock potential för en upprevidering av multiplarna.

Vi har valt att värdera MilDef och Roda separat och därefter kombinera värderingarna, vilket är en form av sum of the parts-värdering (SOTP). MilDef har vi värderat utifrån de multiplar som marknaden tilldelade bolaget innan förvärvet. Roda har vi värderat till medianmultipeln för europeiska försvarbolag, då det uppvisar hög förväntad tillväxt och marginaler jämfört med andra bolag i sektorn. Vi anser dock inte att Roda förtjänar samma premium som MilDef på grund av skillnader i affärsmodeller. Med denna metod ser vi ett motiverat värde på 124 kr per aktie.

I tabellen nedan presenterar vi tre olika scenarier för MilDefs värdering:

Utgångspunkten i vår analys: MilDef värderas som tidigare, medan Roda värderas enligt medianmultipeln för europeiska försvarbolag.

Konservativt scenario: Roda värderas till samma multipel som MilDef betalade vid förvärvet.

Optimistiskt scenario: Roda värderas till samma multiplar som MilDef.

Det första scenariot är det vi anser vara mest realistiskt baserat på nuvarande förutsättningar.

Vi värderar MilDef som marknadens värdering före förvärvet och Roda i linje med medianen av europeiska försvarbolag

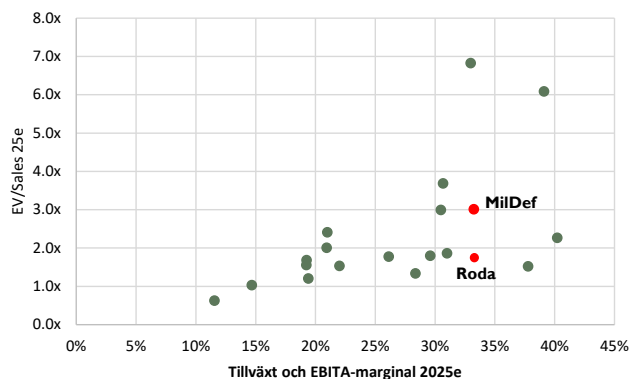
	<i>European market median</i>		EV	Net debt 2025e	Shares 2025e	Equity value per share
MilDef sales 2025e	1,410	3.0x	4,231	470	47	114
Roda sales contribution 2025e	882	1.8x	1,588			
MilDef EBITA 2025e	206	21.4x	4,409	470	47	136
Roda EBITA contribution 2025e	145	16.6x	2,403			
MilDef EPS 2025e	2.8	32.5x				121
Roda EPS contribution 2025e	1.6	19.2x				
Average:						124

	<i>Purchase multiple</i>		EV	Net debt 2025e	Shares 2025e	Equity value per share
MilDef sales 2025e	1,410	3.0x	4,231	470	47	103
Roda sales contribution 2025e	882	1.2x	1,051			
MilDef EBITA 2025e	206	21.4x	4,409	470	47	108
Roda EBITA contribution 2025e	145	7.5x	1,092			
Average:						105

	<i>MilDef multiple</i>		EV	Net debt 2025e	Shares 2025e	Equity value per share
MilDef sales 2025e	1,410	3.0x	4,231	470	47	137
Roda sales contribution 2025e	882	3.0x	2,647			
MilDef EBITA 2025e	206	21.4x	4,409	470	47	151
Roda EBITA contribution 2025e	145	21.4x	3,098			
MilDef EPS 2025e	2.8	32.5x				142
Roda EPS contribution 2025e	1.6	32.5x				
Average:						143

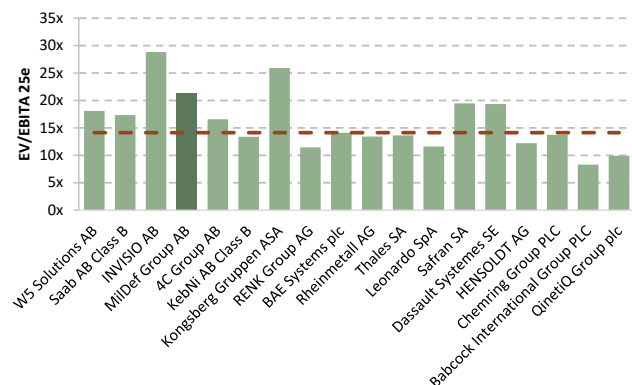
Källa: Factset, MilDef, Penser by Carnegie

Tillväxt + EBITA-marginal vs EV/Sales 2025e



Källa: Factset, Penser by Carnegie

EV/EBITDA 2025e



Källa: Factset, Penser by Carnegie

Förväntade utvecklingen i svenska och europeiska försvarsbolag

	Mcap. (EURm)	Sales growth			Gross margin			EBITDA margin			Net debt/EBITDA		
		2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e
Swedish defence companies													
WS Solutions AB	51	1.1%	21.0%	21.7%	59.7%	58.4%	56.5%	0.5%	7.4%	10.6%	3.2x	1.0x	0.5x
Saab AB Class B	10,825	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	1,068	34.2%	9.3%	15.4%	55.7%	60.4%	61.2%	20.6%	23.7%	25.5%	-0.7x	-1.0x	-1.2x
MilDef Group AB	359	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	42	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
Average	1,772	24.7%	17.5%	16.2%	52.1%	52.1%	52.1%	6.1%	11.2%	13.8%	1.2x	0.4x	0.0x
Median	51	17.1%	18.3%	15.4%	52.1%	52.9%	52.0%	6.4%	10.2%	11.7%	0.8x	0.3x	-0.1x
European defence companies													
Kongsberg Gruppen ASA	18,049	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	1,887	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	46,595	11.4%	8.2%	6.1%	9.0%	9.4%	9.5%	10.8%	11.0%	11.2%	1.7x	1.5x	1.3x
Rheinmetall AG	25,081	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	31,159	9.2%	6.9%	6.4%	27.2%	27.8%	28.2%	11.7%	12.3%	12.8%	1.0x	0.6x	0.2x
Leonardo SpA	14,327	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	92,758	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	42,013	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	3,969	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	1,163	6.4%	6.4%	9.1%	-	-	-	14.2%	14.6%	15.0%	0.7x	1.0x	0.9x
Babcock International Group PLC	3,088	5.4%	4.0%	4.5%	7.7%	7.6%	7.7%	7.2%	7.6%	7.9%	0.7x	0.5x	0.2x
QinetiQ Group plc	2,861	6.8%	7.2%	7.0%	-	-	-	12.0%	12.2%	12.3%	0.5x	0.2x	-0.2x
Average	23,579	14.6%	10.9%	9.6%	31.7%	31.4%	33.6%	14.1%	14.6%	15.2%	0.7x	0.4x	0.1x
Median	16,188	11.7%	7.9%	8.7%	25.7%	26.6%	27.3%	14.3%	14.4%	14.8%	0.7x	0.5x	0.2x
Total average	15,545	18.4%	13.3%	12.1%	39.4%	39.2%	40.6%	11.2%	13.4%	14.7%	0.9x	0.4x	0.1x
Total median	3,088	11.9%	14.7%	11.4%	33.3%	31.0%	31.5%	12.0%	12.3%	12.8%	0.7x	0.4x	0.2x

Källa: Factset, Penser by Carnegie

Värderingen av svenska och europeiska försvarsbolag

	Mcap. (EURm)	EV/Sales			EV/EBITA			EV/EBIT			PE		
		2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e
Swedish defence companies													
WS Solutions AB	51	1.6x	1.3x	1.1x	316.6x	18.1x	10.4x	-	224.9x	21.2x	-	19.2x	11.0x
Saab AB Class B	10,825	2.1x	1.8x	1.5x	21.4x	17.3x	14.0x	22.5x	18.1x	14.8x	29.4x	23.3x	19.0x
INVISIO AB	1,068	7.5x	6.8x	5.9x	36.2x	28.8x	23.2x	38.0x	29.1x	23.4x	51.4x	38.8x	31.8x
MilDef Group AB	359	3.6x	3.0x	2.6x	29.2x	21.4x	16.7x	38.6x	24.7x	19.8x	53.9x	32.5x	25.6x
4C Group AB	42	1.7x	1.5x	1.4x	-	16.6x	11.7x	-	16.6x	11.7x	-	21.0x	12.3x
Clavister Holding AB	36	2.9x	2.4x	2.1x	-	89.6x	22.0x	-	89.6x	22.0x	-	-	39.4x
KebNi AB Class B	20	1.9x	1.5x	1.3x	30.1x	13.4x	10.0x	34.4x	24.1x	16.0x	46.1x	30.7x	18.4x
Average	1,772	3.0x	2.6x	2.3x	86.7x	29.3x	15.4x	33.3x	61.0x	18.4x	45.2x	27.6x	22.5x
Median	51	2.1x	1.8x	1.5x	30.1x	18.1x	14.0x	36.2x	24.7x	19.8x	48.7x	27.0x	19.0x
European defence companies													
Kongsberg Gruppen ASA	18,049	4.3x	3.7x	3.3x	30.0x	25.9x	22.5x	31.7x	27.0x	23.4x	40.1x	33.7x	29.1x
RENK Group AG	1,887	2.1x	1.9x	1.6x	14.4x	11.4x	9.6x	14.1x	11.2x	9.5x	18.7x	14.3x	11.8x
BAE Systems plc	46,595	1.7x	1.6x	1.5x	15.6x	14.1x	13.1x	15.6x	14.2x	13.1x	19.0x	16.8x	15.2x
Rheinmetall AG	25,081	2.8x	2.3x	1.9x	18.2x	13.4x	10.4x	19.3x	14.2x	10.8x	26.9x	19.3x	14.4x
Thales SA	31,159	1.8x	1.7x	1.6x	15.3x	13.6x	12.3x	15.3x	13.6x	12.3x	18.0x	16.0x	14.1x
Leonardo SpA	14,327	1.1x	1.0x	1.0x	13.1x	11.6x	10.1x	14.0x	10.6x	10.6x	15.8x	14.3x	12.0x
Safran SA	92,758	3.4x	3.0x	2.7x	22.9x	19.5x	17.0x	22.7x	19.1x	16.5x	32.3x	26.1x	22.0x
Dassault Systemes SE	42,013	6.6x	6.1x	5.6x	21.1x	19.3x	17.7x	20.5x	19.0x	17.2x	24.5x	23.0x	20.9x
HENSOLDT AG	3,969	2.1x	1.8x	1.6x	14.0x	12.2x	10.2x	16.3x	13.8x	11.8x	21.9x	18.3x	15.6x
Chemring Group PLC	1,163	2.1x	2.0x	1.8x	15.0x	13.8x	12.3x	15.1x	13.9x	12.4x	18.4x	17.6x	15.7x
Babcock International Group PLC	3,088	0.7x	0.6x	0.6x	9.0x	8.3x	7.6x	9.1x	8.2x	7.5x	11.6x	10.4x	9.4x
QinetiQ Group plc	2,861	1.3x	1.2x	1.1x	10.8x	9.9x	9.2x	10.8x	9.9x	9.2x	13.4x	11.9x	10.8x
Average	23,579	2.5x	2.2x	2.0x	16.6x	14.4x	12.7x	17.1x	14.7x	12.9x	21.7x	18.5x	15.9x
Median	16,188	2.1x	1.8x	1.6x	15.1x	13.5x	11.4x	15.5x	13.9x	12.1x	18.9x	17.2x	14.8x
Total average	15,545	2.7x	2.4x	2.1x	37.2x	19.9x	13.7x	21.1x	31.7x	14.9x	27.6x	21.5x	18.4x
Total median	3,088	2.1x	1.8x	1.6x	18.2x	14.1x	12.3x	17.8x	16.6x	13.1x	23.2x	19.2x	15.6x

Källa: Factset, Penser by Carnegie

DCF

Vi höjer WACC till 9,0% från tidigare 8,5% på grund av den ökade osäkerheten i våra estimat. Vi behåller en långsiktig EBIT-marginal på 15%, vilket kan framstå som något lågt med tanke på Rodas högre marginaler, men vi väljer att förhålla oss försiktiga i våra antaganden. Den långsiktiga tillväxten behålls oförändrad på 3%. Med dessa antaganden landar vårt värde på 126 kr per aktie. Vi höjer därmed vårt motiverade värde till 120–130 kr per aktie från tidigare 90–97 kr.

DCF – antaganden och slutsatser

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	2,268	Risikfri ränta	2.5%	Långsiktig tillväxt	3.0%
Nuvärdet av terminalvärde	3,861	Risikpremium	5.5%	Långsiktig EBIT-marginal	15.0%
Företagsvärde (EV)	6,129	Småbolagspremie	0.0%	Avskrivningar, % av omsättning	3.0%
Nettoskuld, senast rapporterad	224	Extra risk-premie	1.0%	Capex, % av omsättning	3.0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	WACC	9.0%	Rörelsekapital, % av omsättning	25.4%
Eget kapital	5,906			Skattesats	22%
Antal utstående aktier, full utspädning	47				
Eget kapital per aktie	126				

Källa: Penser by Carnegie

DCF - känslighetsanalys

	WACC	Långsiktig tillväxt					WACC	WACC	Långsiktig EBIT-marginal				
		2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%			8.0%	10.0%	12.5%	15.0%	17.5%
	8.0%	134	143	154	167	183		8.0%	108	131	154	177	200
	8.5%	123	130	139	149	161		8.5%	98	118	139	159	180
	9.0%	113	119	126	134	144		9.0%	90	108	126	145	163
	9.5%	105	110	116	122	130		9.5%	83	99	116	132	149
	10.0%	98	102	107	112	119		10.0%	77	92	107	122	137

Källa: Penser by Carnegie

Resultaträkning

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoomsättning	334	400	470	739	1 151	1 206	2 293	2 999
Kostnad sålda varor	-209	-216	-260	-387	-595	-609	-1 333	-1 781
Bruttoresultat	125	184	210	352	556	597	960	1 218
Försäljningskostnader	-54	-56	-114	-206	-283	-300	-425	-478
Administrationskostnader	-20	-36	-59	-67	-86	-107	-145	-163
R&D-kostnader	-26	-33	-40	-49	-81	-88	-100	-128
Övriga rörelsekostnader	11	16	36	30	61	70	102	114
EBITDA	36	70	21	60	168	172	387	562
Jämförelsestörande poster	0	-4	-12	0	0	0	-6	-2
EBITDA, justerad	36	75	32	60	168	172	393	564
Avskrivningar	-5	-6	-13	-15	-28	-30	-36	-41
EBITA, justerad	31	69	20	45	140	142	357	522
Avskrivningar immateriella tillgångar	-6	-6	-11	-16	-32	-40	-58	-69
EBIT	25	59	-3	29	108	103	293	451
EBIT, justerad	25	63	9	29	108	103	299	453
Finansnetto	0	-2	-2	-10	-20	-18	-36	-34
Resultat före skatt	25	57	-5	19	88	85	257	417
Resultat före skatt, justerad	25	61	6	19	88	85	263	419
Total skatt	-6	-13	5	-5	-20	-18	-66	-108
Nettoresultat	19	44	-1	14	69	67	191	309
Nettoresultat, justerad	19	49	11	14	69	67	197	311
Omsättningsstillväxt	Neg.	20%	17%	57%	56%	5%	90%	31%
Bruttomarginal	37,4%	45,9%	44,7%	47,7%	48,3%	49,5%	41,9%	40,6%
EBIT-marginal, justerad	7,5%	15,7%	1,8%	4,0%	9,4%	8,5%	13,0%	15,1%
EPS, justerad	0,82	2,09	0,37	0,38	1,71	1,66	4,37	6,65
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	156%	-82%	3%	353%	-3%	164%	52%

Källa: MilDef Group, Penser by Carnegie

Kassaflödesanalys

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EBIT	25	59	-3	29	108	103	293	451
Övriga kassaflödesposter	3	-5	12	17	37	23	-8	-32
Förändringar i rörelsekapital	-36	10	-66	-123	-90	-29	-57	-191
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-8	64	-57	-77	54	97	228	228
Investeringar i anläggningstillgångar	-1	-5	-11	-5	-14	-14	-23	-30
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-2	-4	-6	-13	-32	-17	-54	-71
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-3	-9	-17	-18	-46	-31	-77	-101
Fritt kassaflöde	-11	55	-74	-95	9	66	151	127
Förvärv och avyttringar	0	0	-172	-383	-23	-13	-854	0
Nyemission / återköp	0	0	392	223	0	4	500	0
Förändring av skulder	1	-1	0	180	60	-73	320	-80
Utdelningar	-6	-9	-17	-27	0	-20	-30	-47
Övriga poster	-4	-5	-9	-11	-21	-22	-22	-22
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	-9	-14	194	-18	16	-124	-86	-149
Kassaflöde	-20	41	120	-113	24	-58	65	-22
Nettoskuld	62	20	-67	255	286	238	470	390

Källa: MilDef Group, Penser by Carnegie

Balansräkning

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
TILLGÅNGAR								
Goodwill	0	0	285	599	576	567	1 228	1 228
Övriga immateriella tillgångar	8	3	1	0	0	0	0	0
Materiella anläggningstillgångar	2	7	15	17	22	24	36	47
Övriga anläggningstillgångar	82	80	76	156	179	148	118	99
Summa anläggningstillgångar	92	89	377	772	777	739	1 383	1 374
Varulager	47	57	86	237	290	283	459	690
Kundfordringar	126	161	136	255	285	283	599	708
Övriga omsättningstillgångar	12	13	41	70	93	140	140	140
Likvida medel och kortfristiga placeringar	9	47	169	60	82	24	89	67
Summa omsättningstillgångar	193	279	432	622	749	730	1 286	1 605
SUMMA TILLGÅNGAR	285	368	808	1 394	1 526	1 469	2 669	2 978
EGET KAPITAL OCH SKULDER								
Eget kapital	101	133	568	788	845	890	1 551	1 813
Summa eget kapital	101	133	568	788	845	890	1 551	1 813
Långfristiga räntebärande skulder	0	0	32	175	133	113	433	353
Långfristiga leasingkulder	66	59	52	71	76	57	35	12
Övriga långfristiga skulder	6	9	24	35	33	45	45	45
Summa långfristiga skulder	72	68	107	281	242	214	512	410
Kortfristiga räntebärande skulder	0	0	10	53	131	67	67	67
Leverantörsskulder	44	63	40	105	114	104	213	306
Kortfristiga leasingkulder	5	8	9	16	27	26	26	26
Övriga kortfristiga skulder	63	96	75	151	167	169	300	357
Summa kortfristiga skulder	112	167	133	326	440	365	606	755
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	285	368	808	1 394	1 526	1 469	2 669	2 978

Källa: MilDef Group, Penser by Carnegie

Tillväxt och marginaler

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Intäktstillväxt	Neg.	20%	17%	57%	56%	5%	90%	31%
EBITDA-tillväxt, justerad	Neg.	108%	-57%	86%	180%	3%	128%	43%
EBIT-tillväxt, justerad	Neg.	153%	-86%	240%	270%	-5%	191%	52%
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	156%	-82%	3%	353%	-3%	164%	52%
Bruttomarginal	37,4%	45,9%	44,7%	47,7%	48,3%	49,5%	41,9%	40,6%
EBITDA-marginal	10,7%	17,6%	4,4%	8,1%	14,6%	14,3%	16,9%	18,7%
EBITDA-marginal, justerad	10,7%	18,6%	6,9%	8,1%	14,6%	14,3%	17,2%	18,8%
EBIT-marginal	7,5%	14,7%	Neg.	4,0%	9,4%	8,5%	12,8%	15,0%
EBIT-marginal, justerad	7,5%	15,7%	1,8%	4,0%	9,4%	8,5%	13,0%	15,1%
Vinst-marginal, justerad	5,7%	12,1%	2,3%	1,9%	6,0%	5,5%	8,6%	10,4%

Källa: MilDef Group, Penser by Carnegie

Avkastning

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
ROE, justerad	Neg.	42%	3%	2%	8%	8%	16%	18%
ROCE, justerad	Neg.	34%	2%	3%	9%	9%	18%	21%
ROIC, justerad	Neg.	40%	3%	4%	10%	9%	19%	21%

Källa: MilDef Group, Penser by Carnegie

Kapitaleffektivitet

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Varulager / totala intäkter	14%	14%	18%	32%	25%	24%	20%	23%
Kundfordringar / totala intäkter	38%	40%	29%	35%	25%	23%	26%	24%
Leverantörsskulder / KSV	21%	29%	15%	27%	19%	17%	16%	17%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	38%	51%	30%	48%	45%	35%	32%	31%
Rörelsekapital / totala intäkter	23%	18%	32%	41%	34%	36%	30%	29%
Kapitalomsättningshastighet	1,9x	2,0x	0,7x	0,7x	0,9x	1,0x	1,1x	1,3x

Källa: MilDef Group, Penser by Carnegie

Finansiell ställning

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	62	20	-67	255	286	238	470	390
Soliditet	36%	36%	70%	57%	55%	61%	58%	61%
Nettoskulsättningsgrad	0,6x	0,1x	-0,1x	0,3x	0,3x	0,3x	0,3x	0,2x
Nettoskuld / EBITDA	1,7x	0,3x	-3,2x	4,2x	1,7x	1,4x	1,2x	0,7x

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	4,24	6,60
EPS, justerad	0,82	2,09	0,37	0,38	1,71	1,66	4,37	6,65
FCF per aktie	-0,46	2,36	-2,52	-2,53	0,22	1,63	3,35	2,72
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	33,2	38,8
Antal aktier vid årets slut, m	23,2	23,2	29,2	37,6	40,3	40,3	46,7	46,7
Antal aktier efter utspädning, snitt	23,2	23,2	29,2	37,6	40,3	40,3	45,1	46,7

Källa: MilDef Group, Penser by Carnegie

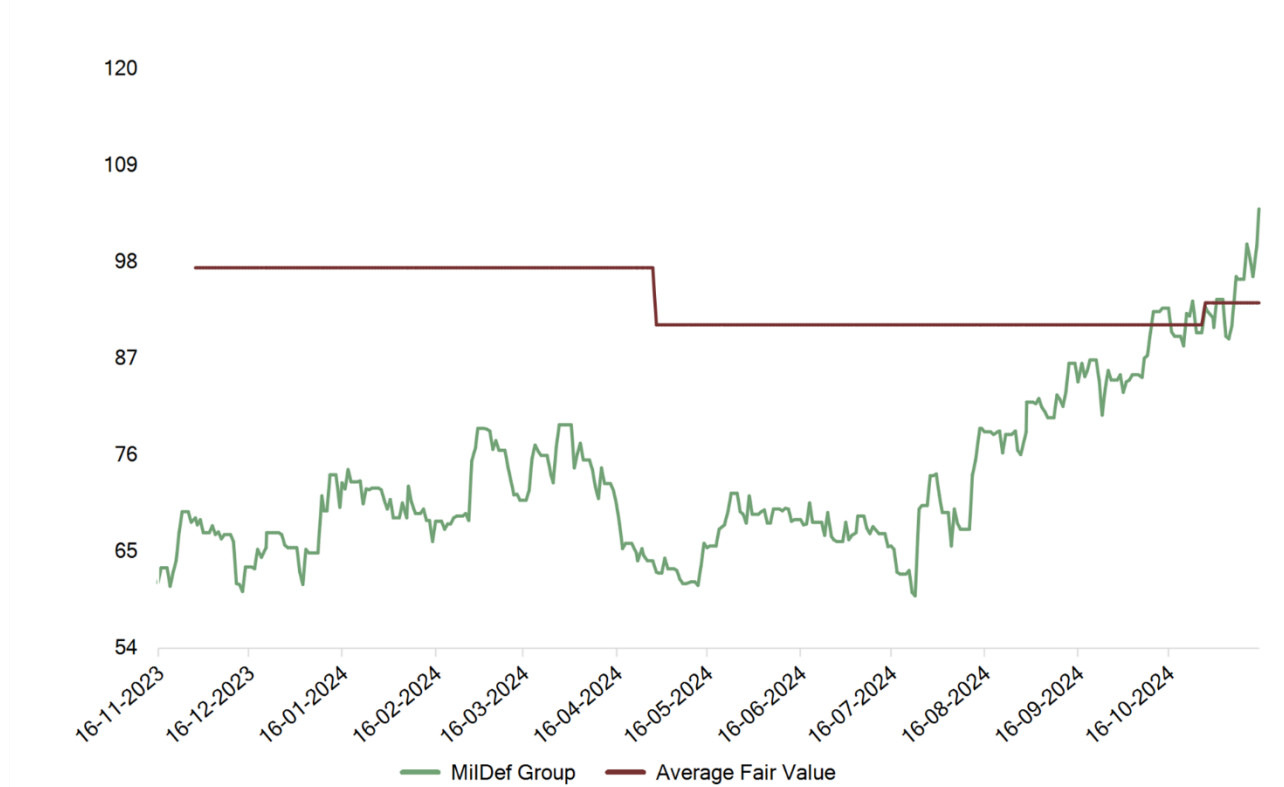
Värdering

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
P/E, justerad	100x	49,8x	100x	100x	38,4x	62,9x	23,8x	15,7x
P/EK	23,9x	18,3x	2,7x	3,9x	3,1x	4,7x	3,1x	2,7x
P/FCF	Neg.	44,1x	Neg.	Neg.	100x	63,9x	31,1x	38,4x
FCF-yield	Neg.	2%	Neg.	Neg.	0%	2%	3%	3%
Direktavkastning	0,4%	0,7%	1,4%	0,9%	0,0%	0,5%	0,7%	1,0%
Utdelningsandel, justerad	45,9%	35,9%	>100%	>100%	0,0%	30,2%	17,2%	15,0%
EV/Sales	Neg.	Neg.	3,9x	4,7x	2,5x	3,6x	2,2x	1,7x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	56,8x	57,9x	17,3x	25,5x	13,0x	9,0x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	100x	100x	26,8x	42,7x	17,0x	11,2x
EV	Neg.	Neg.	1 836	3 475	2 901	4 385	5 094	5 094
Aktiekurs	104	104	52,3	80,8	65,6	104	104	104

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 ansvarar 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. Värdepapperen 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