



Penser Access by Carnegie
Försvarsindustri | Sverige | 21 maj 2024

MilDef Group

Sverige beställer nya CV90

FMV tecknar ramavtal med BAE Systems Hägglunds om nya CV90

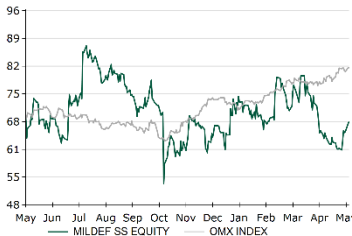
FMV har tecknat ett ramavtal med BAE Systems Hägglunds avseende en beställning av nya Stridsfordon 90 (CV9035 MkIIIC). Vi förstår att den nya ordern inkluderar både ersättningsfordon och nya fordon, vilka ska skänkas direkt till Ukraina. Ersättningsfordonen ska ersätta de 50 befintliga CV90 som Sverige skänkte till Ukraina under 2023. Beställningen av nya fordon är en följd av beslutet Sverige och Danmark fattade kring julen 2023 att de båda länderna ska köpa nya fordon motsvarande 1,3 mdr och 2,8 mdr och som därefter ska skänkas direkt till Ukraina. Ordervärde och hur många fordon beställningen omfattar kommuniceras inte av FMV. Vad som är positivt med denna upphandling är att den kan användas av fler länder, vilket snabbar på andra länders upphandlingsprocesser.

Vi bedömer att beställningen omfattar ca 90-100 fordon

För att få en uppfattning om hur många fordon det kan röra sig om har vi utgått från tidigare bekräftade ordervärden från Slovakien och Tjeckiens ordrar. Det är inte en perfekt jämförelse då det finns viss variation i bestyckning (CV90 MkIV vs CV9035 MkIIIC), men det ger en fingervisning. De båda ländernas ordrar var på 14,8 och 22,0 mdr och motsvarade 152 och 246 fordon – ett värde per CV90 mellan 90-97 mkr. Det innebär att Sveriges och Danmarks beställningar som ska skickas direkt till Ukraina motsvarar ca 40-45 fordon. De 50 st fordon som Sverige ska ersätta motsvarar då ett ordervärde på ca 4,5-5,0 mdr. Totalt bör det alltså röra sig om ca 90-100 fordon.

Ramavtalet kan användas av andra länder

Historiskt har MilDef levererat cybersäkerhet till CV90 tillsammans med Clavister. MilDef står för hårdvaran och Clavister för mjukvaran. Ordervärdet för cybersäkerhet till Slovakien och Tjeckiens beställningar uppgick till totalt 97 mkr, ca 0,24 mkr per fordon. Det innebär att denna nya order på ca 95 fordon skulle motsvara ett ordervärde på ca 23 mkr för MilDef. Det finns flera positiva nyheter med dagens nyhet. Dels innebär förprojektering och dagens order att Hägglunds vågar investera i ny produktionskapacitet, dels kan andra länder använda detta ramavtal för sina beställningar – vilket underlättar och förkortar deras beställningsprocess och ökar chansen för ytterligare CV90 ordrar – och dels visar det att de nya högre budgetarna tydligare omsätts i beställningar.

Estimatändring				Prognos (mkr)				Värde och risk														
	24e	25e	26e		2023	2024e	2025e	2026e	Motiverat värde	87,0 - 95,0 kr												
Totala intäkter	0,0%	0,0%	0,0%	Totala intäkter	1 151	1 222	1 429	1 641	Aktiekurs	68,2 kr												
EBITDA, just.	0,0%	0,0%	0,0%	Tillväxt	56%	6%	17%	15%	Riskenivå	Medel												
EPS, just.	0,0%	0,0%	0,0%	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%														
				EK/aktie	21,0	21,8	23,7	26,7														
Bolagsfakta (mkr)				Utdelning per aktie	0,0	0,5	0,8	1,0	Intressekonflikter <table><tr><th></th><th>Yes</th><th>No</th></tr><tr><td>Likviditetsgarant</td><td></td><td>✓</td></tr><tr><td>Certified adviser</td><td></td><td>✓</td></tr><tr><td>Transaktioner 12m</td><td></td><td>✓</td></tr></table>			Yes	No	Likviditetsgarant		✓	Certified adviser		✓	Transaktioner 12m		✓
	Yes	No																				
Likviditetsgarant		✓																				
Certified adviser		✓																				
Transaktioner 12m		✓																				
Antal aktier	40m			EBIT-marginal	9,4%	8,0%	11,6%	13,8%														
Börsvärde	2 718			ROE, just.	8,4%	5,8%	11,8%	15,6%														
Nettoskuld	268			ROCE, just.	10,8%	8,9%	14,5%	18,6%														
EV	2 986			EV/Sales	2,4x	2,4x	2,1x	1,8x														
Free float	72%			EV/EBITDA	16,5x	18,2x	12,5x	9,7x														
Daglig handelsvolym, snitt	139k			EV/EBIT	25,6x	30,5x	18,0x	13,2x														
Bloomberg Ticker	MILDEF SS EQUITY			P/E, just.	38,4x	54,7x	25,4x	17,3x														
Analytiker				P/EK	3,1x	3,1x	2,9x	2,6x														
Hugo Lisjo				Direktavkastning	0,0%	0,7%	1,1%	1,5%														
hugo.lisjo@carnegie.se				FCF yield	0%	1%	3%	5%														
				Nettoskuld/EBITDA	0,9x	1,0x	0,4x	0,1x														

Ordervärden för MilDef

Då FMV inte annonserar totalt ordervärde eller antal fordon som är beställda är det svårt att göra en helt korrekt uppskattning av ordern. Utifrån information om tidigare ordrar och beslut uppskattar vi att det bör röra sig om 90-100 fordon.

I beräkningen utgår vi från priserna i Slovakien och Tjeckiens ordrar. Slovakiens order var värd 14,8 mdr och omfattade 152 fordon, ca 97 mkr per CV90. Tjeckiens order var värd 22,0 mdr och omfattade 246 fordon, ca 90 mkr per CV90. Vidare vet vi att Sverige under 2023 skänkte 50 st befintliga CV90 till Ukraina som nu ska ersättas. Under december 2023 kom Danmark och Sverige överens om att skänka nytilverdade fordon direkt till Ukraina för 2,8 + 1,3 mdr. När vi utgår från priset per CV90 som Slovakien och Tjeckien betalade, motsvarar en beställning på 4,1 mdr ca 40-45 CV90. Adderar vi de 50 fordon som Sverige ska ersätta innebär det att beställningen bör vara ca 90-100 fordon.

När MilDef tillsammans med Clavister vann ordern att leverera cybersäkerhet till Slovakien och Tjeckiens ordrar var MilDefs order värd 97 mkr. Per fordon motsvarar det ett värde på ca 0,24 mkr. Då denna order inte omfattar lika många fordon bör värdet vara något högre, men vi väljer att räkna konservativt. BAE Systems gör reklam för att CV90 är cybersäkrad med Cyber Armour, vilket är det system som MilDef tillsammans med Clavister levererar. I och med reklamen BAE Systems gör för systemet ser vi det som högst sannolikt att det kommer att vara inkluderat i kommande beställningar. I följande länk kan ni se en beskrivande video: [här](#)

MilDefs intäkter vid leverans av cybersäkerhet

		Intäkt per CV90, mkr				
		0,16	0,20	0,24	0,28	0,32
Antal CV90	115	18	23	28	32	37
	105	17	21	25	29	34
	95	15	19	23	27	30
	85	14	17	20	24	27
	75	12	15	18	21	24

Källa: Penser by Carnegie

Potentiella ordrar och värden för MilDef

För MilDef finns det möjlighet att även leverera sina IT-system som innehåller skärmar och 19"/2-produkter till CV90. Vi vet att de har produkter installerade i befintliga CV90. Då MilDef har nära relationer till både FMV och DALO (Danmarks motsvarighet till FMV), vilket ökar sannolikheten för att MilDef ska få leverera även dessa produkter. Vid en sådan order kommer det att installeras betydligt fler produkter per fordon än vi tidigare har räknat med att skulle ett potentiellt ordervärde vara ungefär det dubbla per fordon. Skulle MilDef få leverera även dessa produkter och system innebär det ett ytterligare ordervärde om ca 47 mkr.

Potentiellt ordervärde om MilDef får leverera sina IT-system

		Intäkt per CV90, mkr				
		0,29	0,39	0,49	0,59	0,69
Antal CV90	115	33	45	56	68	79
	105	30	41	51	62	72
	95	28	37	47	56	66
	85	25	33	42	50	59
	75	22	29	37	44	52

Källa: Penser by Carnegie

Totalt potentiellt ordervärde för MilDef

		Intäkt per CV90, mkr				
		0,45	0,59	0,73	0,87	1,01
Antal CV90	115	52	68	84	100	116
	105	47	62	77	91	106
	95	43	56	69	83	96
	85	38	50	62	74	86
	75	34	44	55	65	76

Källa: Penser by Carnegie

Ramavtalet som FMV nu tecknat med BAE Systems Hägglunds är öppet för andra länder att använda. Det underlättar och förkortar deras upphandlingar. Om andra länder använder samma ramavtal går det inte att göra några större anpassningar utefter deras önskemål. I vår senaste rapport nämnde vi att Danmark ämnar beställa 115 st CV90 för att stärka sin armé. I och med ramavtalet förväntar vi oss att denna order kommer att materialiseras relativt snart. Då MilDef har nära samarbete med Danmark och då vi uppfattar det som att Cyber Armour är specificerat i designen ser vi det som högst sannolikt att MilDef åtminstone kommer att leverera cybersäkerhet även till denna order.

Cybersäkerhet till Danmarks order om 115 st CV90

		Intäkt per CV90, mkr				
		0,16	0,20	0,24	0,28	0,32
Antal CV90	125	20	25	30	35	40
	120	19	24	29	34	38
	115	18	23	28	32	37
	110	18	22	26	31	35
	105	17	21	25	29	34

Källa: Penser by Carnegie

IT-system till Danmarks order om 115 st CV90

		Intäkt per CV90, mkr				
		0,29	0,39	0,49	0,59	0,69
Antal CV90	125	36	49	61	74	86
	120	35	47	59	71	83
	115	33	45	56	68	79
	110	32	43	54	65	76
	105	30	41	51	62	72

Källa: Penser by Carnegie

Sverige har idag ca 500 st CV90 som börjar bli gamla. När fordonen blir för gamla är det inte längre lönt att uppgradera, det är bättre och mer ekonomiskt att köpa nya. Således har Sverige en stor flotta som behöver förnyas. Vi ser det därför som sannolikt att även Sverige kommer att beställa fler CV90 för att ersätta de gamla fordonen. Hur många är svårt att spekulera i, men om Danmark beställer 115 st bör Sveriges order vara större.

Både Finland och Norge har CV90 i sina flottor. Finland beslutade 2021 att uppgradera sina fordon för att säkra att de är i bruk till 2030. Inom försvarsindustrin är det relativt vanligt att ett lands beställning möts av en motbeställning av det levererande landet, men det är inte garanterat. Då Sverige nyligen beställde 321 st pansarfordon från Finska Patria finns det möjlighet att denna order möts av en CV90-order.

Även Norge har en flotta av CV90 som börjar bli relativt gammal. De har nyligen uppgraderat ett par av dessa, men vi ser ändå en möjlighet att Norge kan beställa fler.

Utöver dessa länder talas det om flera andra potentiella beställare som exempelvis Brasilien, Italien, Rumänien och Ukraina. Möjligen har även Storbritannien utvärderat CV90. I och med att BAE Systems är brittiskt kan det vara en logisk beställare.

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 intygat, 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. Investerares 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. Investerares 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