

# Scandinavian Astor Group

## Flyger under många investerares radar



Scandinavian Astor Group AB ("Astor Group" eller "Bolaget") är en försvars- och industrikoncern grundad år 2006 som idag består av två affärsben. Det första benet avser försvarslösningar vilket utgörs av utveckling och försäljning av ett radarstörningssystem, det andra affärsbenet innefattar tillverkning och försäljning av kompositkomponenter till ett flertal olika industrier. Inom försvarsbenet ska Bolaget under 2023 genomföra tester av system Astor IV, vilket givet god funktionalitet därefter kan kommersialiseras, där försäljning av ett system skulle innebära omfattande ekonomiska värden. Inom kompositområdet, primärt bestående av kolfiberprodukter, sker försäljningen mot bl.a. marin-, försvars- och flygindustrin. Baserat på en *sum-of-the-parts*-värdering erhålls ett motiverat värde per aktie om 5,1 kr i ett Base scenario för Astor Group.

### ▪ Ökade investeringar inom försvarsindustrin

Det säkerhetspolitiska läget är spänt efter att Ryssland invaderade Ukraina, vilket har ökat den globala oron. Länder utökar nu sina försvarsbudgeter, däribland Sverige som uttalat siktar på att investera 2 % av BNP, från tidigare 1,2 % under år 2022. Astor Group utvecklar idag Astor IV som är ett avancerat radarstörningssystem vilket kan störsända på flera radarfrekvensband samtidigt och avses att användas inom övningsverksamhet och tester. Radarstörningssystem ingår i elektronisk krigföring, vilket förväntas utgöra en allt mer närvarande roll inom krigföring. Den globala marknaden för elektronisk krigföring förväntas uppvisa en CAGR om 5,6 % för att tills år 2026 nå ett marknadsvärde om ca 38 mUSD.

### ▪ Tidigare förvärv ger stabila kassaflöden

Dotterbolaget Marstrom Composite, som förvärvades under inledningen av år 2022, uppvisade en omsättningstillväxt för helåret 2022 om 34 %, motsvarande 55 MSEK. Under år 2021 uppgick Marstroms EBITDA-marginal till 8,2 %, vilken har uppgetts ha förbättrats för helåret 2022. Marstrom har idag en bred och god kundbas inom flertalet industrier, samtidigt som kolfibermarknaden som helhet förväntas växa med en CAGR om ~13 % fram tills år 2032. Analyst Group estimerar en hög aktivitet inom affärsområdet kommande kvartal, delvis drivet av ökad efterfrågan från kunder inom försvarsindustrin. För helåret 2023 estimerar Analyst Group att kompositverksamheten når en omsättning om 68,8 MSEK.

### ▪ Astor IV flyger mot kommersialisering

Astor Group har slutit ett samarbetsavtal för utveckling av Astor IV med franska SDTS, där respektive part står för sina egna utvecklingskostnader. Franska försvarsverket (DGA) har godkänt projektet och stödjer den franska delen, vilket Analyst Group anser vara en betydande kvalitetsstämpel för projektet. Under 2023 planeras en testflygning av Astor IV med flygplanet MB-339, vilket kan resultera i en kommersialisering av systemet om god funktionalitet uppnås. Analyst Group estimerar ett försäljningsvärde i spannet 50 – 80 MSEK per system och vid framgångsrika resultat vid testflygning antas sannolikheten för en första order öka.

### VÄRDERINGSINTERVALL

**Bear**  
1,8 kr

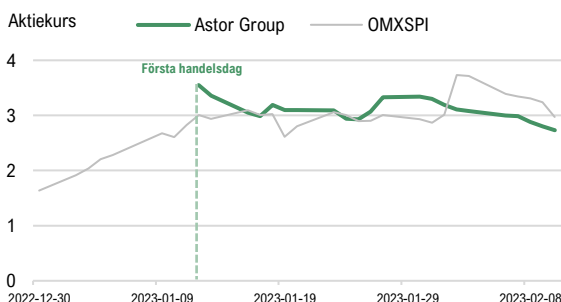
**Base**  
5,1 kr

**Bull**  
12,2 kr

### NYCKELDATA

Senast betalt (2023-03-02)	2,4
Antal Aktier (st.)	18 962 000
Market Cap (MSEK)	45,8
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	17,4
Enterprise Value (MSEK)	63,3
Lista	Spotlight Stock Market
Kvartalsrapport 1 2023	2023-05-11

### KURSUUTVECKLING



### HUVUDÄGARE (KÄLLA: HOLDINGS, 2023-01-12)

Anne Kahlin	11,4 %
Lennart Sundberg	11,4 %
Mikael Norgren	7,1 %
Nordnet Pensionsförsäkring	5,5 %
Gerhard Dal	5,1 %

Prognoser (MSEK)	2022	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	52,8	72,8	138,9	185,3
Bruttokostnader	-26,1	-25,5	-47,0	-54,7
<b>Bruttoresultat</b>	<b>28,7</b>	<b>49,7</b>	<b>93,8</b>	<b>132,2</b>
Bruttomarginal	52,4%	66,1%	66,6%	70,7%
Rörelsekostnader	-46,9	-44,2	-58,7	-77,9
<b>EBITDA</b>	<b>-18,2</b>	<b>5,5</b>	<b>35,0</b>	<b>54,4</b>
EBITDA-marginal	-34,4%	7,6%	25,2%	29,3%
P/S	0,8	0,6	0,3	0,2
EV/S	1,2	0,8	0,4	0,3
EV/EBITDA	-3,4	11,0	1,7	1,1
EV/EBIT	-6,7	7,0	1,8	1,3

## Innehållsförteckning

Introduktion	2
Kommentar bokslutskommuniké	3-4
Investeringssidé	5
Bolagsbeskrivning	6
Marknadsanalys	7-8
Finansiell Prognos	9-12
Värdering	13-15
Bull & Bear	16
Ledning & Styrelse	17
Appendix	18-20
Disclaimer	21

### OM BOLAGET

Astor Group är en koncern verksam inom försvarsindustrin. Bolaget utvecklar, tillverkar och levererar produkter, tjänster och tillhörande tekniska lösningar inom militärt försvar och civil säkerhet samt produkter för industrier. Produktportföljen består exempelvis av radarstörnings-system och kompositkomponenter vilket erbjuds till myndigheter och företag inom marin-, försvars-, flyg- och fordonsindustrin. Bolaget bedriver sin verksamhet och tillverkning i Sverige, men adresserar en global marknad. Bolaget har varit noterat på Spotlight Stock Market sedan januari 2023.

### VD och ORDFÖRANDE

Verkställande Direktör Odd Werin

Styrelseordförande Lars Granbom

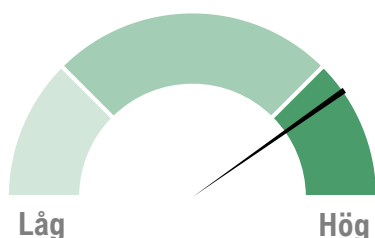
### ANALYTIKER

Namn David Rimbe

Telefon 070-3363384

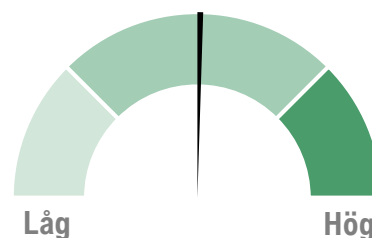
E-mail david.rimbe@analystgroup.se

### Värde drivare



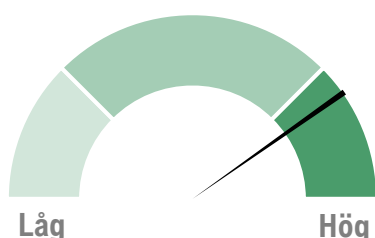
Astor Group står inför en testflygning med radarstörningssystemet Astor IV och givet påvisad och god funktionalitet samt positiva resultat förväntas Astor IV kommersialiseras under år 2023, vilket ses som en stark värde drivare och framtida intäktskälla. Samtidigt har kompositverksamheten en stabil och bred kundbas, och utifrån förväntade synergier väntas affärsbenet vinna marknadsandelar på en än så länge fragmenterad marknad.

### Lönsamhet



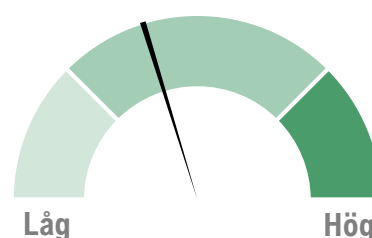
Affärsområdet komposit har historiskt uppvisat god och stabil lönsamhet. Under helåret 2022 stärkte Marstrom Composite lönsamheten ytterligare och uppvisade en positiv lönsamhetstrend. Kompositverksamheten har i regel långtgående kundrelationer, vilket stärker förutsägbarheten i intjäningen. Däremot är inte Astor IV kommersialiserat ännu och är fortfarande under utveckling, vilket minskar koncernens marginaler på kort sikt.

### Ledning & Styrelse



Ledningen och styrelsen består av ett erfaret team, vilka bedöms besitta rätta kvalifikationer för att lyckas inom både försvarsmarknaden och kompositmarknaden. Odd Werin, VD för Astor Group, har lång och gedigen erfarenhet inom försvarsmakten, och har varit Sveriges militära representant mot EU och NATO. Ledningen och styrelsens ägande i Astor Group uppgår till 26,2 %, där vi helst hade velat se ett större ägande för ett högre totalbetyg.

### Risk



Astor Groups kassa uppgick vid utgången av Q4-22 till ca 1,9 MSEK med en soliditet på 33 %. Via tidigare utställda teckningsoptioner kan Bolaget komma att tillföras nytt kapital, vilket således skulle stärka kassan. Beroende på utfall kan Bolaget således antingen stärka sin balansräkning tillräckligt, eller initialt behöva dra ned på sina investeringar. Samtidigt uppvisar koncernen lönsamhet och nuvarande kassaflöden förväntas kunna finansiera verksamheten framgent.

## Rapporterad nettoomsättningen uppgick till 52,8 MSEK under helåret 2022

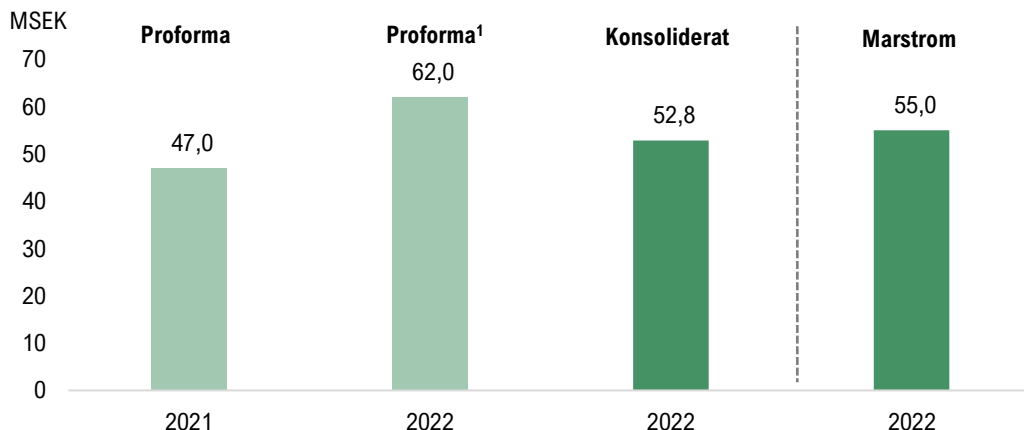
Astor Group redovisade under det fjärde kvartalet 2022 en nettoomsättning uppgående till 10,9 MSEK (0,6), motsvarande en ökning om 10,2 MSEK i absoluta tal mot jämförande period. Det ska dock tilläggas att Astor Group tillträdde kompositföretaget Marstrom Composite och resterande 40 % av kompositföretaget JPC Composite under april 2022, vilket innebär att dotterbolagen är fullt konsoliderade i räkenskaperna först från och med april 2022. Jämförbara siffror är därav missvisande då förvärvad verksamhet inom komposit inte är konsoliderade i jämförbar period 2021.

För helåret 2022 uppgår de konsoliderade siffrorna till 52,8 MSEK (7,7), vilket kan jämföras mot proforma för helåret 2021, som uppgick till 47 MSEK enligt det tidigare publicerade memorandumet i samband med noteringen. Dock måste det noteras att, likt nämnt innan, kompositverksamheterna inte blev tillträdade förrän april 2022. Utifrån våra egna beräkningar, baserade på publik information från dels Astor Groups Q4-rapport, dels från tidigare publicerat memorandumet, estimerar vi att Astor Groups dotterbolag de facto har levererat en total helårsomsättning om 62 MSEK under år 2022, vilket skulle motsvara en tillväxt om 32 %. Det ska dock tilläggas att redovisade siffror i memorandumets proforma skiljer sig från redovisade siffror i bokslutskommunikén 2022, varför jämförelsen inte blir helt korrekt, men ger en fingervisning av verksamhetens underliggande tillväxt. Därtill meddelade Astor Group i januari 2023 att dotterbolaget Marstrom Composites nettoomsättning uppgick till totalt 55 MSEK för helåret 2022, vilket motsvarade en tillväxt om 34 %, vilket ytterligare ger en indikation på tillväxten i kompositverksamheten. Därtill uppgav Astor Group i samband med bokslutskommunikén att kompositverksamheten i princip redan har full orderbok för 2023 och upplever en stark tillväxt inom det andra affärsområdet försvar.

För att ge en bild av Astor Groups nettoomsättning jämförs proforma 2021 och 2022, konsoliderat 2022 samt omsättning för Marstrom Composite år 2022.

### Underliggande tillväxt i koncernens omsättning

Nettoomsättning proforma 2021 – 2022, konsoliderat 2022 och för Marstrom Composite 2022



Källa: Astor Group

Astor Group befinner sig i slutskedet av utvecklingsarbetet av radarstörningssystemet Astor IV. Astor Group har idag ett samarbetsavtal för utveckling av Astor IV med franska SDTS, där respektive part står för respektive utvecklingskostnader. Franska försvarsverket (DGA), det vill säga franska motsvarigheten till Försvarsmakten materielverk (FMV), har godkänt projektet och stödjer den franska delen, vilket i sig utgör en betydande kvalitetsstämpel för projektet. Under maj månad 2023 beräknas testningen av systemet att ha påbörjats, vilket vid god funktionalitet och lyckade provresultat möjliggör en kommersialisering av Astor IV. Astor Group har redan etablerade relationer både internationellt och på den inhemska marknaden, och vid lyckade resultat betraktas sannolikheten för en första order därav som goda.

<sup>1</sup> Observera att proforma för Astor Group 2022 endast utgör en beräkning genomförd av Analyst Group för att ge en fingervisning av proforma 2022 och att det faktiska utfallet kan avvika.

# Kommentar bokslutskommuniké 2022

## Positivt justerat EBITDA-resultat för helåret 2022

Det konsoliderade rörelseresultatet (EBIT) uppgick under det fjärde kvartalet till -12,6 MSEK (-7,3), vilket innebär en försämring om ca 5,3 MSEK, men för helåret 2022 uppgick rörelseresultatet till -9,1 MSEK (-16,6), vilket innebär en förbättring om 7,5 MSEK. Likt tidigare nämnt blir jämförelsen mot motsvarande period föregående år missvisande, eftersom förvärven inte inkluderas i jämförelsesiffrorna. Därtill har det omvända förvärvet av Astor Technologies medfört kostnader av engångskaraktär, med noteringskostnader som uppgår till ca 7 MSEK och omvärdering av tidigare aktiverade utvecklingsutgifter och uppslupna intäkter om ca 5,5 MSEK. Listningskostnaderna är en redovisningsmässig effekt av det omvända förvärvet på koncernen och avser inte någon avgift till Spotlight Stock Market, vilket är Bolagets handelsplats. Vid justering av kostnaderna av engångskaraktär uppgår det justerade EBITDA-resultatet till -0,5 MSEK för det fjärde kvartalet 2022, medan det för helåret uppgår till EBITDA-resultatet till 6,3 MSEK justerat för kostnader av engångskaraktär. Astor Groups kompositverksamhet har historiskt uppvisat en god lönsamhet och antas även ha gjort så det under 2022, medan verksamheten inom övningsutrustning för elektronisk krigföring med utvecklingsarbetet av Astor IV ger en negativ effekt på koncerns helårsresultat i och med utvecklingskostnader, vilket ska tilläggas är enligt plan tills Astor Group har kommersialiserat Astor IV.

## Teckningsoptioner under mars 2023

Vid utgången av Q4-22 uppgick kassan till 1,9 MSEK, vilket kan jämföras mot kassan vid kvartalets början vilken uppgick till 3,3 MSEK, motsvarande en minskning om ca 1,4 MSEK. Bolaget har dock inlösen av teckningsoptioner, där antalet teckningsoptioner uppgår till ca 3,8 miljoner och varje teckningsoption medför rätten att teckna en (1) ny aktie i Bolaget, till en kurs om 70 % av den volymvägda genomsnittskursen under perioden 27 feb – 10 mars 2023. Teckningsperioden av aktier med stöd av teckningsoptionerna är sedan från och med den 15–29 mars 2023. Kapitaltillskottet förväntas av Analyst Group att användas för att fullgöra utvecklingsarbetet och kommersialisering av Astor IV samt investeringar inom kompositverksamheten för att både säkerställa tillväxt och för att möta den ökade efterfrågan. Beroende på utfall kan Astor Group således antingen stärka sin balansräkning och genomföra investeringar, eller initialt behöva dra ned på sina investeringar. Samtidigt ska det tilläggas att koncernen uppvisade lönsamhet från den löpande verksamheten för helåret 2022.

**ASTOR GROUP  
FÖRVÄNTAS  
KAPITALISERA PÅ  
FÖRSVARSMARKNADEN**

**MARSTROM  
COMPOSITE  
UPPVISAR EN  
TILLVÄXT Y-Y OM  
34%**

**5,1 KR  
PER AKTIE I BASE  
SCENARIO**

## Ökade försvarsbudgetar skapar en underliggande tillväxt

Astor Group är en försvarsinriktad koncern och inom affärsområdet elektronisk krigföring möjliggör Astor Group övning och tester med störsändning, vilket med Astor IV kan hanteras på flera radarfrekvensband simultant. Elektronisk krigföring, även kallad telekrigföring, innebär att upptäcka och/eller störa elektromagnetiska signaler, vanligtvis radar- eller kommunikationssignaler, vilket bland annat används för att skydda flygplan, helikoptrar, fartyg eller robotar. Nya applikationer och produkter utvecklas kontinuerligt vilket förändrar krigföringen, där elektronisk krigföring blir både vanligare och viktigare. Det säkerhetspolitiska läget har blivit allt mer spänt i och med kriget i Ukraina, vilket har aktualiserat försvars- och samhällsberedskapsfrågor, något som har lett till kraftigt ökade försvarsbudgetar i Sverige, men även inom de flesta EU-/NATO-länderna, där försvarsanslag inte styrs av den allmänna konjunkturläget, utan styrs i större utsträckning av graden geopolitisk osäkerhet. Ett svenskt NATO-godkännande bör betraktas som en stark trigger för noterade bolag som adresserar försvarssektorn. Astor Group är exponerad mot den växande försvarsmarknaden, dels inom radarstörning genom den väntade kommersialiseringen av Astor IV, dels eftermarknad med service och uppgradering av redan levererade radarstörningssystem, samt kompositdelar till försvarsmateriel.

## Förvärd marknadsledare genererar stabila kassaflöden

Kompositverksamheten består av dotterbolagen Marstrom Composite och JPC Composite som är under samordning, vilket förväntas skapa synergier genom att effektivisera och optimera produktion, leveransförmåga och marknadsbearbetning. Marstrom Composite uppvisade för helåret 2022 en tillväxt om 34 %, varpå nettoomsättningen uppgick till 55 MSEK. Astor Groups kompositverksamhet är i synnerhet inriktad mot kolfiber som idag används inom många industrier och där användningsområdet breddas kontinuerligt, eftersom materialet är starkt och besitter hög draghållfasthet, låg vikt och är temperaturläkert. Astor Group har en bred och stabil kundbas med långtgående kundrelationer, där Bolaget idag levererar till den maritima näringen, försvarsindustrin, flyg- och fordonsindustrin och övrig industri. Tillsammans är dotterbolagen ledande inom sitt segment och med en större verksamhet ges även möjligheten till att vinna nya marknadsandelar och bearbeta nya segment på en än så länge fragmenterad marknad.

## 2 för 1: stabil lönsamhet och option för kraftig tillväxt i ett och samma bolag

Astor Groups kompositdel har under år 2022 uppvisat både tillväxt och lönsamt, samt estimeras att bibehålla hög aktivitet under år 2023 och 2024 med fortsatt god lönsamhet. Utöver kompositverksamheten har Astor Group en stor möjlighet i och med kommersialiseringen av Astor IV, där försäljningen av ett system skulle öka intäkterna avsevärt för koncernen. Som helhet förväntas Astor Group vara lönsamma på koncern-nivå och givet detta förväntas de organiskt genererade kassaflödena finansiera de investeringar och det utvecklingsarbete som krävs för att Astor IV ska kunna kommersialiseras. Sammantaget är Astor Group en koncern som i grund och botten genererar stabila kassaflöden, samt med en option på ytterligare kraftig tillväxt i form av Astor IV.

## Sammanfattad prognos och värdering

Värdering av Astor Group har gjorts på koncernnivå där en *sum-of-the-parts*-värdering har applicerats. I ett Base scenario estimeras kompositdelen bidra positivt till koncernens EBITDA-resultat för helåret 2023 med ca 5,5 MSEK, vilket utifrån en målmultipl om EV/EBITDA 10,5x, ger ett Enterprise Value om 57,9 MSEK för affärsbenet. Affärsområdet för övningsutrustning för elektronisk krigföring estimeras omsätta 52 MSEK år 2024, där en *forward*-multipl om EV/S 1,2x appliceras vilket, givet en diskonteringsränta om 12 %, leder till ett Enterprise Value om 55,7 MSEK omkring årsskiftet 2023/2024. Med hänsyn till värderingen av de båda affärsområdena, såväl som ett antagande om en konstant nettoskuld om 17,4 MSEK, härleds ett potentiellt bolagsvärde om 96,2 MSEK, motsvarande 5,1 SEK per aktie, i ett Base scenario. Värderingen är således tolv månader framåtblickande.

## Den finansiella positionen skapar förutsättningarna för expansionen

Astor Group har en utestående teckningsoption vilket således kan komma att stärka kassan i närtid, där varje TO ger innehavaren rätt att teckna aktier till en rabatt om 30 % mot den volymvägda kursen under perioden 27 februari - 10 mars 2023. Beroende på teckningsgrad kan Bolaget behöva att anpassa investeringstakten i Marstrom Composite, alternativt söka ytterligare externt kapital, exempelvis genom lånefinansiering eller en nyemission.

# Bolagsbeskrivning



Urval av kunder inom komposit

BAE SYSTEMS

CANDELA

Astor III och IIIM har tidigare levererats till



SAMARBETSAVTAL MED SDTS

**Astor Group** är en svensk försvars- och industrikoncern. Bolagets dotterbolag är verksamma inom två affärsområden, komposit och elektronisk krigföring, förkortat EW (*Electronic Warfare*).

## Kompositverksamheten

Bolagets dotterbolag Marstrom Composite och JPC Composite är verksamma inom kompositmarknaden och tillverkar i synnerhet produkter i kolfiber till den maritima näringen, försvarsindustrin, flyg- och fordonsindustrin. Marstrom Composite förvärvades april 2022, vilka har sitt säte och tillverkning i Västervik. Bolaget äger fastigheten i Västervik, vilken värderades till ca 29 MSEK. Astor Group förvärvade år 2018 60 % av JPC Composite och under april år 2022 resterande del, för att säkerställa produktion av poddar till radarstörningssystemen inom affärsområdet för elektronisk krigföring, vilka har sitt säte och tillverkning i Avesta. Bolagen avses att samordnas för att bilda en gemensam verksamhet, med ett administrativt säte i Västervik och produktion både i Västervik och Avesta.

## Övningsutrustning för elektronisk krigföring

Inom affärsområdet för elektronisk krigföring utvecklar, tillverkar och säljer Bolaget system för radarstörning, för användning inom övning och tester. Dotterbolaget My-Konsult Teknik är inriktat mot den svenska marknaden, medan My-Konsult System är inriktat mot den internationella marknaden. Astor Group har tidigare levererat radarstörningssystemet Astor III och Astor IIIM till Försvarmakten (FM) och Försvarmakten Materielverk (FMV). Det tidigare systemet Astor III kan hantera ett (1) radarfrekvensband i taget, medan Astor IIIM utvecklades för att hantera dubbla radarfrekvensband. Idag utvecklar Bolaget Astor IV för en flygburen applikation med störsändning inom flera radarfrekvensband samtidigt, med hjälp av flera störgeneratorer, vilket är unikt på marknaden inom radarstörning. Tidigare levererade radarstörningssystem har beställts av svenska myndigheter inom försvar och samhällsberedskap, vilka Bolaget idag levererar eftermarknadstjänster till, såsom service och uppgradering.

## Strategisk utsikt

Astor Group utvecklar som nämnt Astor IV, ett radarstörningssystem, där Bolaget har tecknat ett Joint Venture (JV) med franska SDTS, varav respektive part står för sina utvecklingskostnader. Projektet är godkänt av DIA (*Defence Innovation Agency*), som ligger under det franska försvarets materielverk DGA (*Directorate General of Armaments*), vilka stödjer den franska delen. Astor IV ska monteras på ett franskt målflygplan, MB-339, med målbilden att testflyga med systemet under H1-2023. Givet positiva resultat från testflygningen där bedömningen kan göras att Astor IV är funktionellt, kommer systemet kommersialiseras. Nya metoder i krig blir allt vanligare och elektronisk krigföring är en del av den nya krigföringen, vilket skapar behov för länder och privata aktörer inom försvarssektorn att öva, motstå och testa modern radarstörning. Samtidigt har kriget i Ukraina förhöjt hotbilden och skapat ett mer spännande säkerhetspolitiskt läge, vilket har resulterat i ett ökat försvars- och samhällsberedskapsfokus, bland annat inom EU, NATO och Sverige, där länders försvarsanslag har ökat. Astor Group adresserar idag den svenska och europeiska marknaden genom certifiering och regulatoriskt godkännande. Sverige och Finland har valt att tillsammans ansöka om medlemskap i NATO, vilket skulle bredda Astor Groups marknad till NATOs medlemsländer, däribland USA och Kanada.

Vad gäller den svenska kompositmarknaden är denna fragmenterad, där marknaden idag består av många mindre eller medelstora aktörer. Marstrom Composite tillsammans med JPC Composite, som förväntas samordnas, utgör en av de ledande aktörerna inom segmentet. Genom samordning har Astor Group möjlighet att vidga kunderbjudandet, uppnå skalfördelar och bredda marknadsbearbetningen, och därigenom vinna marknadsandelar. Kompositverksamheten är i synnerhet inriktade mot kolfiber, vars användningsområde är brett och används bland annat för klimatsmarta lösningar eftersom det starka materialet kan spara energi och/eller förbättra prestanda.

2007

Första leveransen av Astor III



2018

60 % av JPC Composite förvärfvas



2022

Marstrom Composite förvärfvas



2022

Resterande 40 % av JPC Composite förvärfvas



2023E

Testflygning och kommersialisering av Astor IV





Astor Group är både verksamma inom kompositmarknaden och försvarsindustrin. Inom kompositmarknaden är Astor Group verksamma genom dotterbolagen Marstrom Composite och JPC Composite, bolagen samordnas idag och är tillsammans en av de ledande tillverkarna inom branschen. Bolaget levererar till internationella kunder, såsom Xcuip, Xtenders och TurnTime Technologies, men är primärt verksamma på den svenska och europeiska marknaden. Den svenska marknaden är fragmenterad med flertalet mindre aktörer vilka oftast är specialiserade inom olika segment.

Inom affärsområdet för elektronisk krigföring har Bolaget tidigare sålt system för radarstörning till FM/FMV, samtidigt som ett system har leasats till Nederländerna. År 2016 slöts det första internationella kontraktet, varav den första ordern av Astor IV skulle gå till Schweiz. Ordern avbröts dock i förtid eftersom det tilltänka flygplanet som skulle bära störgeneratoren såldes till USA. Idag har Bolaget ett samarbetsavtal med SDTS i Frankrike för utveckling och testning av Astor IV, varav den franska försvarets materielverk DGA har godkänt projektet och stödjer SDTS. Astor IV har fått internationellt intresse eftersom det idag inte finns något känt system som kan lyssna in radarsignaler och samtidigt störsända på flera radarfrekvensband samtidigt.

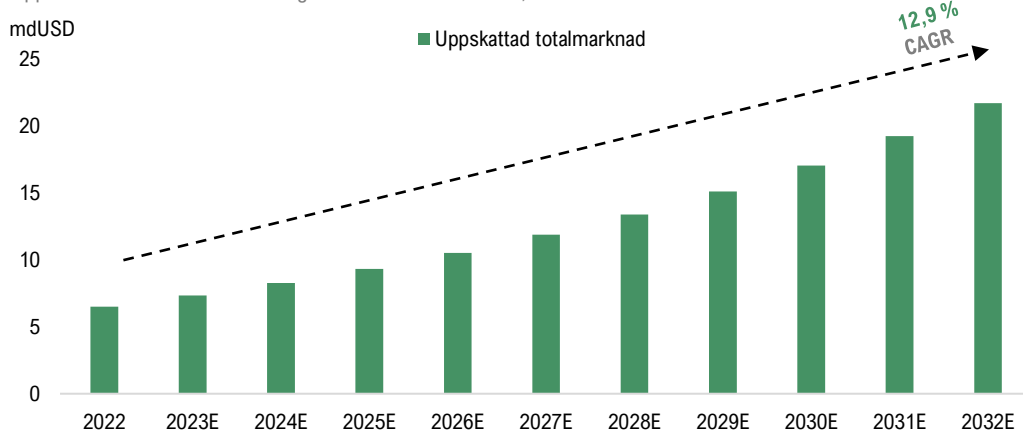
## Marknaden för kompositprodukter

Den globala kompositmarknaden värderades under år 2021 till 88 mdUSD och förväntas växa med en CAGR om 7,6 % tills år 2026, för att då nå ett marknadsvärde om 126 mdUSD. En ökad efterfrågan av kompositprodukter inom vindkraft, flygplansindustrin och försvarsindustrin förväntas vara de primära drivarna. Astor Group är en del av marknaden genom att primärt utveckla och producera produkter av kolfiber. Den globala kolfibermarknaden, som ingår inom den globala kompositmarknaden, värderades till 6,5 mdUSD 2022 och förväntas nå ett marknadsvärde om 21,7 mdUSD år 2032, vilket motsvarar en CAGR om 12,9 %. Tillväxten inom kolfibermarknaden härrör ur materialets attribut, vilket är att kolfiber besitter hög draghållfasthet, är temperaturlämplig och innehar utmärkande termisk expansion, samtidigt som materialet besitter en låg vikt och är starkt. Materialets attribut gör det till ett användbart material inom flygindustrin, fordonsindustrin och vindkraftverk för att nämna några, där låg vikt bidrar till att höja prestandan eller spara energi, varför detta lämpar sig väl för användning inom klimatsmarta lösningar. Under år 2022 stod flyg- och försvarsindustrin för 44,2 % av den totala kolfibermarknaden och segmentet förväntas växa med en CAGR om 11,6 % fram tills år 2032. Astor Group adresserar idag primärt den maritima sektorn, försvarsindustrin och flyg- och fordonsindustrin. Samtidigt levererar Bolaget till kunder med specifika krav på produkter inom befintliga segment, varför Bolaget framgent kan adressera fler krävande kunder, som exempelvis inom rymd- och raketindustrin och/eller nya segment som växer fram i och med materialets fördelar.

**21,7 MDUSD**  
ESTIMERAD  
MARKNADS-  
STORLEK 2032

### Kolfibermarknaden beräknas växa med en CAGR om 12,9 % fram tills år 2032

Uppskattad totalmarknad för den globala kolfibermarknaden, 2022 – 2032E



Källa: Markets and Markets

## Marknaden för elektronisk krigföring

Astor Group affärsområde inom elektronisk krigföring riktar sig primärt till kunder inom försvarssektorn med uppgift att öva och/eller testa störsändning, vilket främst utövas av myndigheter som ansvarar för länders försvar, men kan likväl hanteras av privata aktörer.

Astor Group har idag ett etablerat samarbete med FM/FMV, då Bolaget tidigare har levererat radarstörningssystem, varför den svenska marknaden hittills har varit den primära fokusmarknaden. De tidigare levererade versionerna av radarstörningssystemet används idag inom övning och testning hos Försvarsmakten, i och med att Bolaget nu utvecklar Astor IV bör de redan etablerade relationerna med försvarsmakten underlätta försäljningen framgent, varför den svenska marknaden är fortsatt viktig. Bolaget har även fått internationell uppmärksamhet genom Astor IV eftersom systemet både kan lyssna in radiosignaler såväl som störsända inom flera radarfrekvensband samtidigt, vilket görs med hjälp av flera störgeneratorer. Bolaget är regulatoriskt godkända för att leverera system inom EU, vilket gör det till en adresserbar marknad. Vid ett NATO-medlemskap för Sverige öppnas även marknaden till de länder som ingår i NATO, därav förväntas ett NATO-godkännande för Sverige att gynna Astor Group då det vidgar den adresserbara marknaden.

**37,6 MDUSD**  
ESTIMERAD  
MARKNADS-  
STORLEK 2026

**FÖRSVARSGIFTER ÖKAR**  
GLOBALT

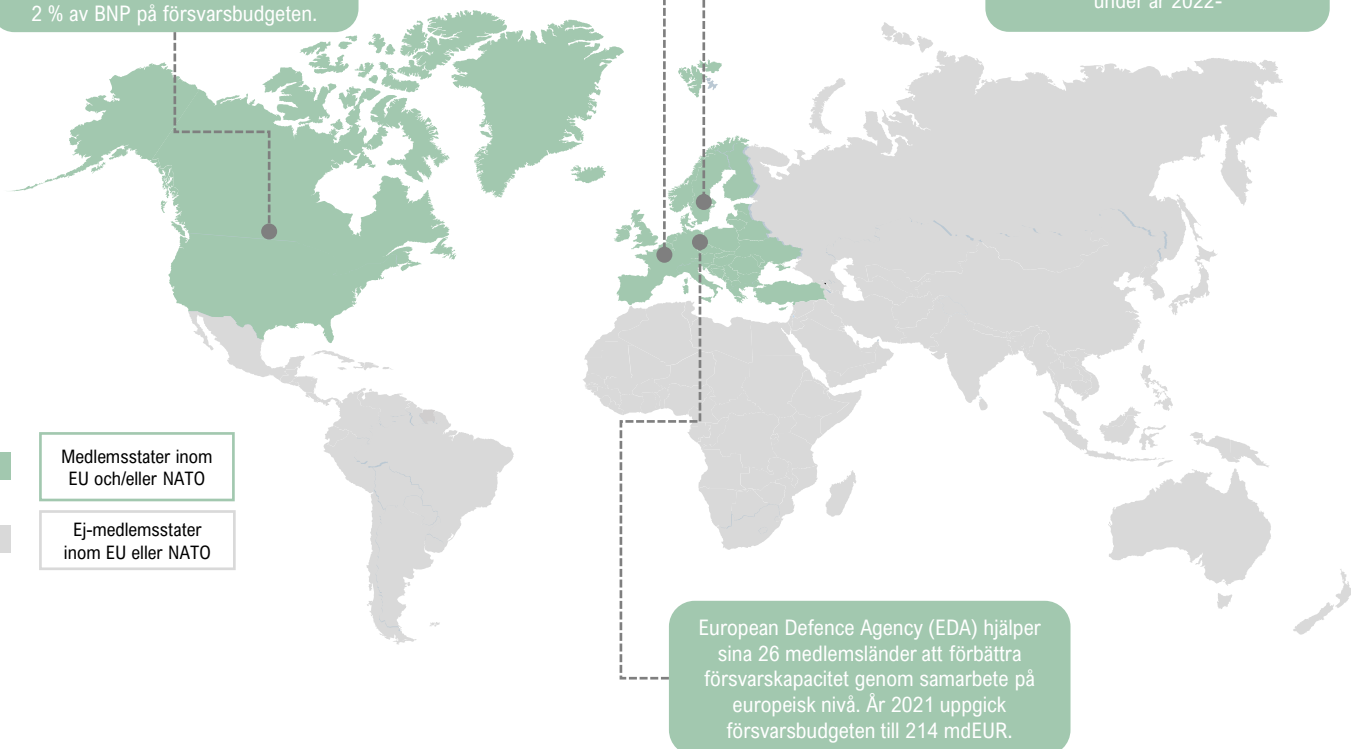
Den globala marknaden för elektroniska krigföring värderades under år 2021 till 23,5 mdUSD och förväntas växa med en CAGR om 5,6 % tills år 2029, för att då nå ett marknadsvärde om 37,6 mdUSD år 2026, enligt Fortune Business Insights. Inom Sverige, men även globalt, har försvarsbudgeterna generellt ökat, vilket är en effekt av ett spant säkerhetspolitiskt läge och en ökad global hotbild. Kriget i Ukraina har och är ännu en kraftigt påverkande faktor, vilket bland annat har bidragit till att Sverige och Finland har ansökt om medlemskap i NATO. Försvarsutgifterna ökar globalt och USA, EU och NATO har bidragit med stöd till Ukraina. Ökade försvarsutgifter innebär större inköp av försvarsmateriel, där flera länder står inför både upprustning och modernisering av sitt försvar. Användandet av elektronisk krigföring förväntas därav att öka, men även för att nya metoder används inom krig som exempelvis hybridkrigföring och asymmetrisk krigföring, där elektroniska system används i större utsträckning. I illustrationen är medlemsstater inom EU och NATO grönmarkerade, vilka utgör den adresserbara marknaden.

## Sveriges försvarsbudget uppgick till 76,6 mdSEK under året 2022.

Illustration över medlemsländer inom NATO och EU, samt information om NATO, EDA och Sverige

Inom NATO ingår 30 medlemsstater, varav 21 är medlemmar i EU. 2014 ingick Wales-avtalet, där medlemmar förband sig att styra mot att använda 2 % av BNP på försvarsbudgeten.

I Sverige uppgick försvarsbudgeten till 1,2 % av BNP, motsvarande 76,6 mdSEK under år 2022-



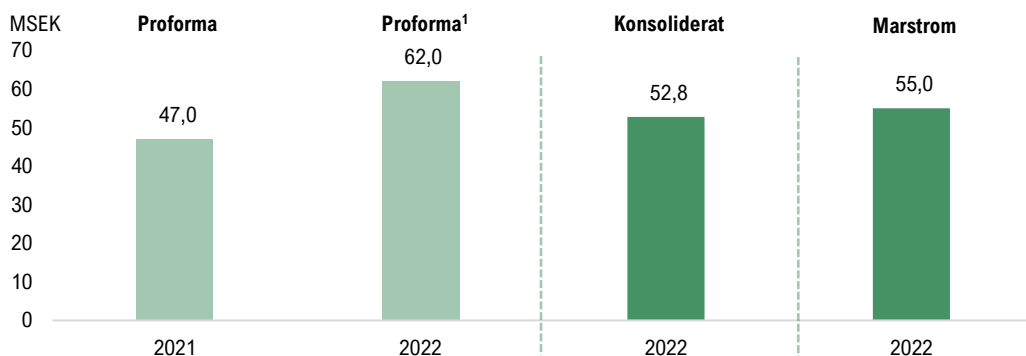
Källa: Försvarsmakten, EDA och NATO



Under april 2022 tillträdde Astor Group Marstrom Composite, såväl som resterande 40 % av JPC Composite, vilket innebär att dotterbolagen är fullt konsoliderade i räkenskaperna från och med april 2022. För helåret 2022 uppgick Astor Groups konsoliderade nettoomsättning till 52,8 MSEK, med ett EBITDA-resultat om -18,2 MSEK. Utifrån våra beräkningar, baserade från Astor Groups Q4-rapport och memorandumet i samband med noteringen januari 2023, estimerar vi att Astor Groups dotterbolag de facto har levererat en total helårsomsättning om 62 MSEK under år 2022. EBITDA-förlusten för Astor Group under år 2022 förklaras av att Bolaget har tagit engångskostnader av redovisningsmässiga skäl för det omvända förvärvet. Astor meddelade i januari 2023 att dotterbolaget Marstrom Composites nettoomsättning uppgick till totalt 55 MSEK för helåret 2022, motsvarande en tillväxt om 34 %.

#### Koncernen uppvisar hög tillväxt under 2022.

Historisk nettoomsättning proforma 2021 – 2022, konsoliderat 2022 och för Marstrom Composite 2022



Källa: Analyst Groups prognos

#### Omsättningsprognos: kompositverksamheten

Inom kompositverksamheten står Marstrom Composite för den största delen av affärsområdet. Företaget är primärt inriktade mot den maritima näringen, försvarsindustrin, flyg- och fordonsindustrin samt övrig industri vilket exempelvis kan utgöras av bärarmar för skogsmaskiner eller rotorblad på vindkraftverk. Astor Group avser att samordna Marstrom Composite och JPC Composite för att optimera produktion och marknadsbearbetning, vilket förväntas vara genomfört under år 2023. Tillsammans är Marstrom Composite och JPC Composite en av de ledande aktörerna inom sitt segment, därtill ska det tilläggas att marknaden för komposit är fragmenterad. Kompositområdet utgjorde ca 83 % av Astor Groups intäkter under de nio första månaderna 2022, motsvarande ca 34,1 MSEK. Astor Group rapporterar inte någon ordergång, men har uppgett att många ordrar är tecknade för 2023 och en bra bit in i 2024. Den maritima näringen utgör idag ca 60 % av intäkterna inom affärsområdet, försvarsdelen står för 20 %, flyg- och fordonsindustri för 10 % och övrig industri för resterande 10 %. Inom den maritima näringen tillverkas i synnerhet master och riggar för segelfartyg. Bolaget har en ökad tillströmning från olika typer av kunder, varav Astor Group nyligen har avtalat ett nytt samarbete med den elektriska båttillverkaren Candela, vilket påvisar materialets breda användningsområde. Inom flera verksamhetsområden, däribland elektrifiering av fordon och båtar, efterfrågas ett tåligt, starkt och lätt material, komposit besitter dessa egenskaper av att både vara ett starkt material med hög varaktighet, samtidigt som det har en lägre vikt än jämförbara material vilket optimerar prestanda, räckvidd och kan spara energi. Marstrom Composite har under år 2022 påvisat en stark tillväxt och genom att samordna verksamheten med JPC Composite förväntas bolagen dels kunna optimera marknadsbearbetning för att ytterligare stärka kundbasen, dels optimera produktionen för att bibehålla hög kvalitet och leveransförmåga.

Genom sin kompositverksamhet levererar även Astor Group komposit till försvarsindustrin, exempelvis pjäskupolen till BAE Systems 40 mm. Genom ökad geopolitisk oro och ett skärpt säkerhetspolitiskt läge, däribland kriget i Ukraina, har länders försvarsbudgetar ökat, vilket även är fallet i Sverige. Leverans av komposit till försvarsindustrin förväntas succesivt skalas upp och därav utgöra en större andel av intäkterna inom affärsområdet framgent. Hittills har försvarsindustrin som nämnt utgjort ca 20 % av intäkterna från affärsområdet, vilket vi räknar med kommer öka till ca 30 % under år 2024. På sikt ser vi det även som möjligt att Astor Group kan komma att adressera helt nya industrier, exempelvis rymdindustrin eller bredare infrastruktur.

<sup>1</sup> Observera att proforma för Astor Group 2022 endast utgör en beräkning genomförd av Analyst Group för att ge en fingervisning av proforma 2022 och att det faktiska utfallet kan avvika.

MÅNGA ORDER  
TECKNADE FÖR  
2023

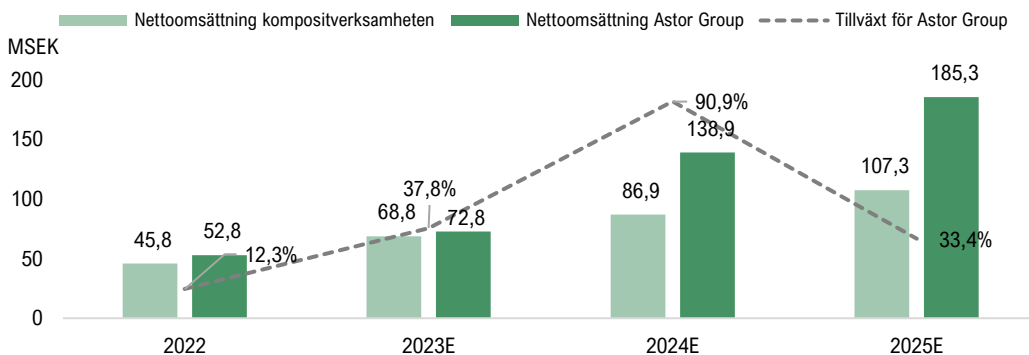
FÖRSVARS-  
INDUSTRIN  
FÖRVÄNTAS VÄXA  
INOM  
KOMPOSITDELEN

**~33 %  
CAGR  
(2022-2025)  
INOM KOMPOSIT**

Givet en framgångsrik samordning av Marstrom Composite och JPC Composite såväl som god anpassningsförmåga till komposit-marknadens behov, förväntas affärsområdet växa med en CAGR om ca 28 % mellan åren 2022-2025. För helåret 2023 prognostiseras intäkterna inom affärsområdet uppgå till ca 69 MSEK, motsvarande en tillväxt om ca 50 % Y-Y, vilket bl.a. förväntas drivas av en stark tillväxt inom försvarsindustrin och den maritima näringen.

### Kompositverksamheten förväntas växa med en CAGR om ca 33 % (2022-2025).

Estimerad nettoomsättning kompositverksamheten, såväl som koncernen som helhet, årsbasis



Källa: Analyst Groups prognos

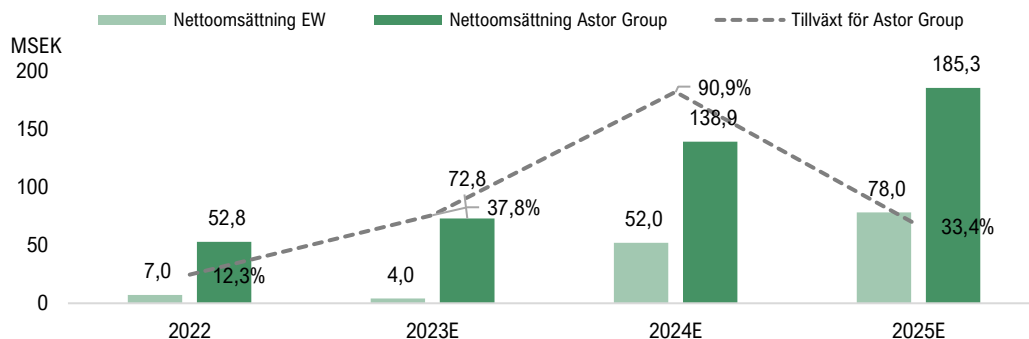
### Omsättningsprognos: elektronisk krigföring

Intäkterna från affärsområdet elektronisk krigföring (EW) stod för 14 % under perioden januari- september 2022, vilket motsvarar ca 7 MSEK. Intäkterna inom affärsområdet härleds till service och uppgradering av tidigare sålda radarstörningssystem (Astor III) till FM/FMV. Totalt har dotterbolaget My-Konsult levererat sju signalgeneratorer, tolv stycken av den tidigare versionen av radarstörningssystemet (Astor III) och en version av systemet Astor IIIM. Astor IV är idag ett utvecklingsprojekt, där ett samarbetsavtal har tecknats med SDTS och vidhållit godkännande av Défence Innovation Agency (DIA). Samtidigt som Astor IV färdigställs för testning förbereds ett franskt målflygplan (MB-339) för att bära Astor IV. Under H1-23 förväntas Astor IV att testflygas och givet lyckade resultat förväntas Astor IV att kommersialiseras, vilket skulle innebära ett *Proof-of-Concept* och möjliggör en snabbare väg till försäljning. Ett internationellt godkännande bäddar även för att nå ut till fler länder inom EU och/eller NATO. Astor Group kan erhålla intäkter inom affärsområdet genom att sälja ett system av radarstörning (Astor IV), vilket är beroende av lyckade resultat av testflygningen och en framgångsrik kommersialisering. Utöver försäljningen av system för radarstörning förväntas Astor Group även erhålla intäkter från eftermarknaden av tidigare levererade system, såsom exempelvis service, utbildningar och uppgraderingar. Analyst Group estimerar att ett radarstörningssystem av Astor IV skulle innebära intäkter mellan 50 – 80 MSEK, inkluderat service och eftermarknad. Införsäljningstiden är däremot lång, delvis förklarad av regulatoriska krav. Analyst Group förväntar sig intäkter från service och uppgraderingen till FM/FMV under år 2023, dock i en mindre volym än under år 2022. I ett Base scenario estimerar Analyst Group att Astor Group säljer det första systemet för radarstörning (Astor IV) under år 2024, givet en framgångsrik kommersialisering. För helåret år 2024 prognostiseras intäkterna inom affärsområdet elektronisk krigföring uppgå till ca 52 MSEK, inkluderat försäljning av ett (1) Astor IV-system samt service och uppgradering till FM/FMV.

**50-80 MSEK  
PER SYSTEM  
ASTOR IV**

### Första försäljningen av Astor IV förväntas säljas år 2024.

Estimerad nettoomsättning från verksamheten elektronisk krigföring, såväl som koncernen som helhet, årsbasis



Källa: Analyst Groups prognos

Givet härledda prognoser för Astor Groups båda affärsben, estimeras koncernen uppvisa en nettoomsättning om 72,8 MSEK under helåret 2023, motsvarande en tillväxt om ca 38 % Y-Y (konsoliderade siffror). Genom att samordna dotterbolagen Marstrom Composite och JPC Composite förväntas affärsområdet skala upp verksamheterna och vinna marknadsandelar på en idag fragmenterad marknad. Parallellt drivs utvecklingsprojektet med Astor IV, vilket skapar möjlighet till att öka Astor Groups intäkter väsentligt under kommande år, där en lyckad testflygning och kommersialisering är av stor betydelse.

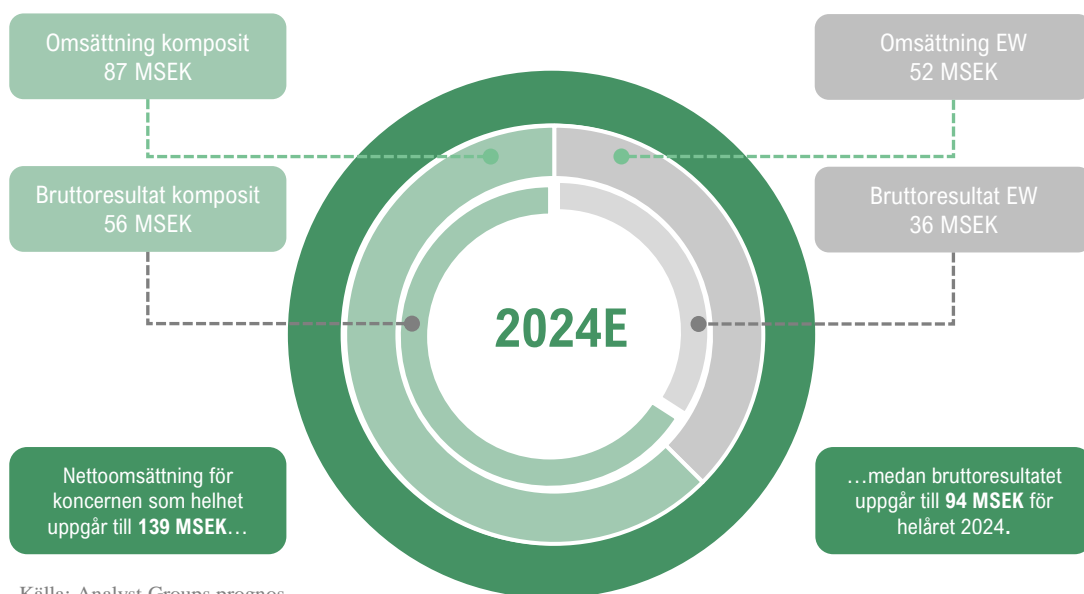
### Bruttokostnader

Astor Groups bruttokostnader är hänförliga till materialkostnader. Under helåret 2022 uppgick bruttoresultatet till 29 MSEK, motsvarande en bruttomarginal om ca 53 %, proforma under samma tidsperiod så uppgick bruttoresultatet till ca 40 MSEK, motsvarande en bruttomarginal om 69 %. Analyst Group estimerar en högre bruttomarginal inom affärsområdet komposit under år 2023, förklarar av samordnade inköp mellan dotterbolagen Marstrom Composite och JPC Composite. Under år 2024 förväntas intäkterna öka där en försäljning av ett första Astor IV-system är en stark drivare, vilket givet systemets tillverkningskostnad, förväntas bidra till en ökad bruttomarginal för koncernen. För helåret 2024 estimeras koncernen kunna uppvisa ett bruttoresultat om 93,8 MSEK, motsvarande en marginal om 67 %.

67%  
I BRUTTOMARGINAL  
2024

### Intäkterna från elektronisk krigföring förväntas ta en större andel 2024E.

Illustration över Astor Groups intäktsfördelning och bruttoresultat för affärsområde komposit och EW 2024E



Källa: Analyst Groups prognos

### Rörelsekostnader

Astor Group rörelsekostnader består främst av personalkostnader, vilka uppgick till ca 24 MSEK (konsoliderat) under 2022. Astor Group har idag totalt 64 anställda, varav 52 personer är anställda inom affärsområdet komposit och 12 personer inom affärsområdet för elektronisk krigföring. I takt med en hög aktivitet inom kompositverksamheten under år 2022 och god orderingång samt kundbas för helåret 2023, förväntas Astor Group öka antalet medarbetare framgent för att kunna upprätthålla en god produktions- och leveransförmåga. Inom affärsområdet elektronisk krigföring är Bolaget i slutskedet av utvecklingsarbetet, varav positiva testresultat möjliggör en övergång till en kommersialiseringssfas, vilket förväntas innebära ett högre personalbehov. Givet detta räknar vi med att Astor Group kommer att öka sin medarbetarbas för att arbeta med kommersialiseringen av Astor IV, såväl som uppskalning av verksamheten. Analyst Group prognostiserar att personalkostnaderna uppgår till ca 28 MSEK under helåret 2023 och ca 37 MSEK under helåret 2024, motsvarande en andel av nettoomsättningen om 38 % respektive 26 %. Utöver personalkostnader består rörelsekostnaderna av övriga externa kostnader, vilka uppgick till 16 MSEK (konsoliderat) under 2022, exkluderat listningskostnader. Engångskostnaderna som redovisas i konsoliderade siffror år 2022 avser listningskostnader och omvärdering av tidigare utvecklingsutgifter, vilka uppgick till 7,0 MSEK respektive 5,5 MSEK. Övriga externa kostnader består bland annat av lokalkostnader, konsulter, energikostnader, etc., vilka antas öka i takt med ökad försäljning och produktion.

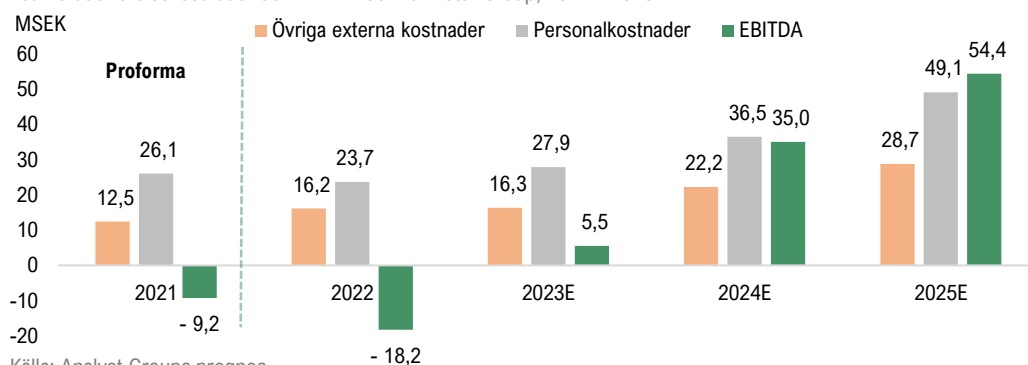
**RÖRELSE-  
KOSTNADERNA  
VÄNTAS ÖKA I  
LÄGRE TAKT ÄN  
INTÄKTERNA**

För helåret 2023 estimeras Astor Groups övriga externa kostnader till ca 16 MSEK och för helåret 2024 uppgå till ca 22 MSEK, motsvarande en andel av nettoomsättning om 22 % respektive 16 %. Sammantaget estimeras rörelsekostnaderna, i absoluta tal, att öka under prognosperioden, dock i en lägre takt än försäljningen, vilket förklaras av synergieffekterna mellan Marstrom Composite och JPC Composite, samt en högre lönsamhet inom affärsområdet elektronisk krigföring vid försäljning av Astor IV. För helåret 2023 prognostiseras de totala rörelsekostnader uppgå till 44,2 MSEK och för helåret 2024 till 58,7 MSEK, för koncernen som helhet.

Analyst Group estimerar att Astor Group kommer att öka CAPEX-investeringar under 2023, vilket framförallt kommer avse modernisering av maskinparken i både Västervik och Avesta. Där Västervik avser Marstrom Composite och Avesta avser JPC Composite. I ett längre perspektiv antas investeringarna plana ut och med den grund som läggs under år 2023, förväntas koncernen ha bättre möjlighet att skala upp sin produktion vid stigande efterfrågan. Då 2023 förväntas bli ett något mer investeringstungt år än exempelvis 2022, räknar vi med en påverkan även i den löpande rörelsen vilket på kort sikt sätter press på marginalerna. Med hänsyn till detta estimerar vi för år 2023 en EBITDA-marginal om 7,6 % (15,8). I takt med att försäljningen skalas upp och behovet av nya investeringar successivt minskar, estimeras marginalerna återigen stiga under år 2024.

## Rörelsekostnaderna estimeras plana ut i takt med att nettoomsättningen skalas upp.

Estimerade rörelsekostnader och EBITDA och för Astor Group, 2021 – 2025E



Källa: Analyst Groups prognos

Base scenario (MSEK)	2022 <sup>1</sup>	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	52,8	72,8	138,9	185,3
Övriga rörelseintäkter	2,0	2,5	1,9	1,6
<b>Totala intäkter</b>	<b>54,8</b>	<b>75,3</b>	<b>140,8</b>	<b>187,0</b>
Handelsvaror	-26,1	-25,5	-47,0	-54,7
<b>Bruttoresultat</b>	<b>28,7</b>	<b>49,7</b>	<b>93,8</b>	<b>132,2</b>
Bruttomarginal	52,4%	66,1%	66,6%	70,7%
Övriga externa kostnader	-23,2	-16,3	-22,2	-28,7
Personalkostnader	-23,7	-27,9	-36,5	-49,1
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>-18,2</b>	<b>5,5</b>	<b>35,0</b>	<b>54,4</b>
EBITDA-marginal	-34,4%	7,6%	25,2%	29,3%
Aktiverat arbete <sup>2</sup>	12,0	9,6	5,7	0,0
Avskrivningar	-2,9	-6,4	-7,1	-7,7
<b>EBIT</b>	<b>-9,1</b>	<b>8,7</b>	<b>33,6</b>	<b>46,7</b>
EBIT-marginal	-17,2%	11,9%	24,2%	25,2%

<sup>1</sup> Konsoliderade siffror för Astor Group 2022. Övriga externa kostnader för år 2022 inkluderar engångskostnader, såsom listningskostnader och omvärdering av tidigare aktiverade utvecklingsutgifter och upplupna intäkter.

<sup>2</sup> Inklusive förändring av lager, produkter i arbete m.m.

Värderingen av Astor Group härleds på koncernnivå där en *sum-of-the-parts*-värdering appliceras, innebärande att vardera affärsområde, komposit och elektronisk krigföring, värderas separat för att sedan summeras till en total värdering för koncernen som helhet. För att värdera Astor Groups underliggande affärsområden har en peer-group inom respektive affärsområde studerats, det vill säga inom komposit och försvarsindustrin. Även om mognadsgrad, produkt och affärsmodeller skiljt sig något, finns likheter mellan de undersökta bolagen och respektive affärsområde inom Astor Group avseende geografisk marknad, tillväxtutsikter, marginal, affärsmodell och kundgrupp. Inom affärsområdet komposit har en jämförelse gjorts mot Exel Composite och Hexcel Corp, medan affärsområdet för elektronisk krigföring har jämförts mot MilDef Group och W5 Solutions.

Nyckeltal (LTM)	Exel Composites <sup>1</sup>	Hexcel Corp <sup>2</sup>	MilDef Group	W5 Solutions	Genomsnitt	Median	Astor Group <sup>1</sup>
Enterprise Value	1 129	66 955	3 126	690	17 975	2 127	61
Börsvärde	711	60 627	2 958	769	16 266	1 863	44
Bruttomarginal	55,2%	22,6%	47,7%	56,4%	45%	51%	52,4%
EBITDA marginal	14,1%	19,6%	8,1%	12,0%	13%	13%	-34,4%
Soliditet	28,0%	55,0%	57,0%	71,0%	0,53	0,56	24,0%
Skuldsättningsgrad	2,6	0,8	0,8	0,4	1,2	0,8	2,9
Kapital omsättnings hastighet	1,2	0,6	0,5	0,7	0,8	0,7	0,4
Omsättningstillväxt 1 år	23,7%	19,1%	57,2%	24,5%	31%	24%	12,3%
Omsättningstillväxt CAGR (2021A-2024E)	5,6%	14,2%	39,6%	27,3%	22%	21%	52,0%
EBITDA-marginal 2023E	11,9%	22,1%	15,4%	17,6%	17%	17%	7,6%

### Jämförelsebolag affärsområde komposit



**Exel Composites** är ett finskt tillverkningsbolag av pultruderade och draglindade kompositprodukter. Bolaget är verksamma globalt och har kunder inom ett brett spektrum av industrier och applikationer. Bolagets produkter säljs och används bland annat inom transportindustrin, vindkraftverk, infrastruktur, försvar och byggnadsindustrin. Bolagets kompositers minskar vikten, förbättra prestandan och minska de totala livscykelkostnaderna, samtidigt som den ökar energieffektiviteten och stödjer hållbarhet.

711<sup>2</sup>  
Market Cap (MSEK)

Lista: Small Cap  
Helsinki



**Hexcel** är ett amerikanskt tillverkningsbolag som utvecklar, tillverkar och marknadsför kompositmaterial, kolfiberförstärkningar och konstruerade produkter. Nyckelmarknader är kommersiell flyg-, rymd- och försvarsindustri samt industri som inkluderar vindkraftverk, bilar och fritidsutrustning. Bolaget är verksamma över hela världen och har över 5 000 anställda. För helåret 2022 stod flygindustrin för 58 %, rymd- och försvarsindustrin för 29 % och övrig industri för 13 % av bolagets totala intäkter.

60 627<sup>3</sup>  
Market Cap (MSEK)

Lista: NYSE

### Jämförelsebolag affärsområde försvarsindustri



**MilDef Group** producerar och levererar så kallad taktisk IT bestående av hårdvara, mjukvara och tjänster till framför allt säkerhets- och försvarskunder. Utöver huvudverksamheten erbjuds diverse mervärdetjänster. Bolaget har dotterbolag i Sverige, Finland, Norge, Storbritannien och USA med direkt försäljning och försäljning via partnerätverk till över 30 länder. Verksamheten har genom organisk och förvärvsdriven tillväxt expanderat från Sverige till resten av Norden, USA, Storbritannien.

2 958  
Market Cap (MSEK)

Lista: Mid Cap  
Stockholm



**W5 Solutions** levererar teknologiska system, som till största delen är egenutvecklade, till svenska och internationella myndigheter och företag inom försvar samt samhällsskydd. Verksamheten sträcker sig över tre affärsområden: Training & Simulation, Systems & Integration samt Support & Services. Bolaget har en expertis inom utbildning och simulering, uppdragssystem, kommunikation, strömförsörjning och integration. W5 Solutions kärnmarknad är Sverige, men bolaget är även aktivt i Europa och Nordamerika.

769  
Market Cap (MSEK)

Lista: First North  
Stockholm

<sup>1</sup> Konsoliderade siffror för Astor Group 2022.

<sup>2</sup> Baserat på växelkurs EUR/SEK 10,34 per 2023-02-10

<sup>3</sup> Baserat på växelkurs USD/SEK 11,11 per 2023-02-10

## Värdering affärsområde komposit

Komposit	EV/EBITDA (x)			EV/EBIT (x)			EBITDA margin			Tillväxt YoY		
	LTM	2023E	2024E	LTM	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
Exel Composites	n.a.	6,0	5,4	21,5	10,2	10,2	10,9%	11,2%	11,9%	4,9%	7,0%	5,0%
Hexcel Corp	21,0	17,7	14,9	35,4	28,3	21,7	19,6%	20,7%	22,1%	19,1%	12,4%	11,2%
<b>Genomsnitt</b>	<b>21,0</b>	<b>11,9</b>	<b>10,1</b>	<b>28,5</b>	<b>19,2</b>	<b>15,9</b>	<b>15,2%</b>	<b>15,9%</b>	<b>17,0%</b>	<b>12,0%</b>	<b>9,7%</b>	<b>8,1%</b>
Scandinavian Astor Group <sup>1</sup>	-3,4	11,0	1,7	neg.	neg.	1,8	-34,4%	7,6%	25,2%	12,3%	37,8%	90,9%

Astor Groups dotterbolag Marstrom Composite, vilket utgör den betydande delen av affärsområdet komposit, har historiskt uppvisat en stabil lönsamhet och förväntas tillsammans med JPC Composite framgent bibehålla en stabil lönsamhet. Under perioden januari – september 2022 stod kompositverksamheten för 94 % av Astor Groups EBITDA-resultat, medan under helåret 2023 estimeras affärsområdet elektronisk krigföring minska EBITDA-resultatet för koncernen som helhet, förklarad av utvecklings- och kommersialiseringskostnader för Astor IV. Jämförelsebolagen Exel Composite och Hexcel Corp. erbjuder kompositprodukter likt Astor Group inom affärsområdet komposit, samtidigt som den kundgruppen och den adresserbara marknaden är likartade. Båda jämförelsebolagen har historiskt och förväntas även framgent uppvisa en lönsamhet på EBITDA-nivå, med en EBITDA-marginal mellan 10 % och 25 %, varav Astor Groups EBITDA-marginal fluktuerar mellan 7,6 % och 25,2 % mellan åren 2022 och 2024. Hexcel Corp. förväntas växa starkare än Exel Composites och genomsnittlig tillväxt för både företag under helåret 2023 uppgår till 9,7 %, vilket kan jämföras med Astor Group som förväntas växa 25,7 %, i synnerhet drivet av högre aktivitet inom affärsområdet komposit. Vidare är framförallt Hexcel Corp., men även Exel Composite ett större bolag, både sett till marknadsvärde och intäkter, vilket motiverar en värderingsrabatt. Den genomsnittliga EV/EBITDA-multipel för de två jämförelsebolagen år 2023 uppgår till 11,9x. Givet detta appliceras en målmultipel om EV/EBITDA 10,5x på 2023 års estimerade EBITDA-resultat om 5,5 MSEK, vilket ger ett Enterprise Value om 57,9 MSEK för kompositsegmentet.

**57,9 MSEK**  
**ENTERPRISE**  
**VALUE FÖR**  
**KOMPOSITDELEN**

## Värdering affärsområde elektronisk krigföring

Försvarsindustri	P/S (x)			EV/S (x)			EBITDA margin			Sales Growth YoY		
	LTM	2023E	2024E	LTM	2023E	2024E	LTM	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
Mildef Group	4,0	2,6	2,3	4,2	2,8	2,4	8,1%	15,4%	15,2%	57,2%	53,4%	12,9%
W5 Solutions	5,0	3,2	2,6	4,4	2,8	2,4	12,0%	17,6%	18,1%	21,9%	41,0%	20,1%
<b>Genomsnitt</b>	<b>4,5</b>	<b>2,9</b>	<b>2,5</b>	<b>4,3</b>	<b>2,8</b>	<b>2,4</b>	<b>10,0%</b>	<b>16,5%</b>	<b>16,6%</b>	<b>39,5%</b>	<b>47,2%</b>	<b>16,5%</b>
Scandinavian Astor Group <sup>1</sup>	0,8	0,6	0,3	1,2	0,8	0,4	-34,4%	7,6%	25,2%	12,3%	37,8%	90,9%

Affärsområdet elektronisk krigföring bidrog med intäkter om ca 7 MSEK för perioden januari – september 2022, vilka härleds från eftermarknad (service och uppgradering) från redan sålda system. Idag driver affärsområdet ett utvecklingsprojekt för Astor IV, vilket vid försäljning, innebär höga intäkter för Bolaget, estimerat inom spannet 50 – 80 MSEK per system. Försäljning av ett system är beroende på dels testflygningen, som förväntas genomföras under H1-23, dels kommersialisering, som kan antingen fördröjas eller vid positiva resultat från testflygningen påbörjas. Närmaste värdedrivare är därmed testflygningen som förväntas genomföras under Q2-23. Negativa resultat i samband med testflygningen skulle innebära att utvecklingsarbetet fortsätter och således att kommersialiseringen fördröjs. Dock, om testflygningen genomförs framgångsrikt med positiva resultat antas radarstörningssystemet få internationell uppmärksamhet vilket bäddar för en framgångsrik kommersialisering och möjlighet till att fler system kan köpas in och/eller fler länder blir intresserade. Införsäljningstiden är i regel lång och beroende av regulatoriska krav. Därtill ska det tilläggas att dotterbolagen bakom Astor IV redan har utvecklat radarstörningssystem som har använts från 2007 (Astor III och Astor IIIM), vilket antas förbättra sannolikheten för att nå en kommersialisering av Astor IV.

<sup>1</sup> Konsoliderade siffror för Astor Group 2022.

Astor IV har de facto tidigare sålts till försvarsmakten i Schweiz, vilket var den största ordern i Bolagets historia, vilken dock avbröts i förtid eftersom det tilltänkta flygplanen som skulle bära radargeneratoren såldes till USA. Schweiz har idag en option på att köpa ett system framgent, vilket både innebär en etablerad kontakt samt påvisar det internationella intresset. Vidare har Bolaget idag intäkter från service och uppgradering av tidigare levererade radarstörningssystem som används av FM/FMV.

Intäkterna inom affärsområdet elektronisk krigföring är idag på låga nivåer, samtidigt som möjligheter finns för att väsentligt skala upp intäkterna, vilket motiverar att värderingen baseras på försäljning, där en EV/S-multipel appliceras. Vad gäller de jämförbara bolagen har dessa en högre mognadsgrad, samt ett högre marknadsvärde såväl som högre intäkter, vilket motiverar en värderingsrabatt för Astors affärsben. Investeringar i försvarsindustrin förväntas öka, vilket speglas i försäljningsmultiplarna för bolag verksamma inom försvarsindustrin, varav jämförelsebolagens genomsnittliga EV/S-multipel LTM uppgår till 4,3x. För helåret 2024 uppgår den genomsnittliga multipeln för Mildef och W5 Solutions till 2,4x. Givet en framgångsrik kommersialisering av Astor IV under åren 2023-2024, antas Astor Group sälja det första radarstörningssystem under 2024. Givet detta anser Analyst Group att en *forward*-multipel om EV/S 1,2x är motiverad för helåret 2024, motsvarande en multipelrabatt mot jämförbara bolag om 50 %. En *forward*-multipel om 1,2x applicerat på 2024 års estimerade omsättning för affärsområdet elektronisk krigföring, uppgående till ca 52 MSEK, motsvarar ett Enterprise Value om 62,4 MSEK. För att ta höjd för den tidsrisk som finns av händelser som ligger i framtiden och som ännu ej inträffat, appliceras en diskonteringsränta om 12 %, vilket resulterar i ett Enterprise Value om 55,7 MSEK.

**55,7 MSEK**  
ENTERPRISE  
VALUE FÖR  
EW-delen

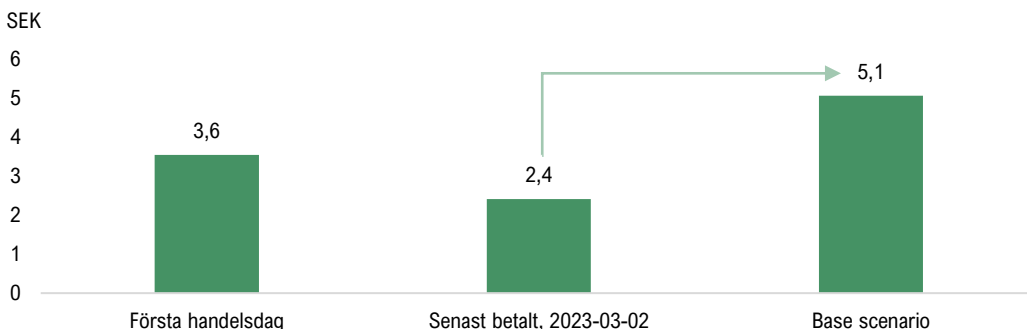
### Sammanfattad värdering

Genom en *sum-of-the-parts*-värdering av kompositverksamheten och affärsbenet inom elektronisk krigföring, härleds ett EV om ca 114 MSEK för Astor Group som helhet på 2023 års prognos. Givet en konstant nettoskuld om ca 17,4 MSEK, motsvarar det ett Market Cap om 96,2 MSEK, motsvarande 5,1 kr per aktie, i ett Base scenario. Värderingen är således tolv månader framåtblickande.

**96,2 MSEK**  
MARKET CAP  
ASTOR GROUP

### Illustration av potentiell värdering i ett Base scenario.

Värde per aktie, Base scenario



Källa: Analyst Groups prognos

**Bull scenario**

Följande är ett urval av potentiella värde drivare i ett Bull scenario:

- Astor Groups samordning av dotterbolagen Marstrom Composite och JPC Composite genomförs framgångsrikt, vilket möjliggör en aggressivare marknadsbearbetning där Astor Group vinner marknadsandelar. Affärsområdet bibehåller en hög aktivitet, lyckas erhålla nya kunder inom befintliga och nya industrier, samt upprätthålla en god leveranskapacitet.
- Astor Group erhåller positiva resultat från testflygningen med Astor IV under H1-23, vilket möjliggör en kommersialisering. De positiva resultatet medför internationell uppmärksamhet och intresse, vilket resulterar i att det första systemet säljs redan under H2-23 och ytterligare ett system under år 2024.
- Astor Group skalar upp verksamheten, vilket görs med god precision som optimerar koncernens leveransförmåga, kvalitet och effektivitet. Samtidigt utvecklas verksamheten med god kostnadskontroll, varav rörelsekostnaderna växer i lägre takt än intäkterna vilket resulterar i en marginalexpansion för Bolaget.

I ett Bull scenario appliceras en målmultipel för affärsområdet komposit om EV/EBITDA 10,5x. EBITDA-resultatet inom affärsområdet estimeras uppgå till 10,3 MSEK för helåret 2023, vilket motsvarar ett Enterprise Value om 108 MSEK. Inom affärsområdet elektronisk krigföring appliceras en *forward*-multipel om EV/S 1,2x. Intäkterna inom affärsområdet elektronisk krigföring estimeras uppgå till 132 MSEK för helåret 2024, vilket, inklusive applicerad diskonteringsränta om 12 %, motsvarar ett Enterprise Value om 141 MSEK. Genom en *sum-of-the-parts*-värdering härleds ett Enterprise Value om ca 248 MSEK för Astor Group som helhet. Givet en konstant nettoskuld motsvarar det ett Market Cap om 232 MSEK, motsvarande 12,2 kr per aktie, i ett Bull scenario. Värderingen är således tolv månader framåtblickande.<sup>1</sup>

**12,2 KR**  
PER AKTIE I BULL  
SCENARIO

**Bear scenario**

Följande är ett urval av potentiella faktorer i ett Bear scenario:

- Kompositmarknaden är fragmenterad och större internationella spelare lyckas vinna marknadsandelar i Astor Groups befintliga och nya segment. Astor Group lyckas dock bibehålla positionen inom den maritima näringen, men lyckas inte vinna nya marknadsandelar inom försvarsindustrin och flyg- samt fordonsindustrin.
- Astor Groups utvecklingsarbete av Astor IV fördröjs, och/eller uppvisar mindre framgångsrika resultat vid testflygningen där Astor IV inte bedöms tillräckligt funktionell. Kommersialiseringen fördröjs därav.
- Astor Groups rörelsekostnader ökar i en högre takt än Bolagets intäkter vilket minskar Bolagets marginaler.

I ett Bear scenario appliceras en målmultipel för affärsområdet komposit om EV/EBITDA 10x. EBITDA-resultatet inom affärsområdet estimeras uppgå till 4,1 MSEK för helåret 2023, vilket motsvarar ett Enterprise Value om ca 41 MSEK. Inom affärsområdet elektronisk krigföring appliceras en *forward*-multipel om EV/S 1,2x. Intäkterna inom affärsområdet elektronisk krigföring estimeras uppgå till 9,6 MSEK för helåret 2024, vilket, inklusive applicerad diskonteringsränta om 12 %, motsvarar ett Enterprise Value om 10,2 MSEK. Genom en *sum-of-the-parts*-värdering härleds ett Enterprise Value om ca 51,8 MSEK för Astor Group som helhet. Givet en konstant nettoskuld, i linje med tidigare resonemang, motsvarar det ett Market Cap om 34,4 MSEK, motsvarande 1,8 kr per aktie, i ett Bear scenario. Värderingen är således tolv månader framåtblickande.<sup>1</sup>

**1,8 KR**  
PER AKTIE I BEAR  
SCENARIO

<sup>1</sup> Se Appendix sida 17-18 för prognoser i Bull- respektive Bear scenario.



**Odd Werin, VD**

Odd har tidigare erfarenhet som fartygschef, divisionschef, och flottiljchef på patrullbåtar, robotbåtar och korvetter. Chef marinens taktiska kommando, avdelningschef i högkvarteret bland annat som chef för Försvarsmaktens planeringsavdelning, ledamot i Försvarsmaktsledningen, Sveriges militära representant till Nato och EU i Bryssel och Chef för FMV marinmateriel.

*Aktieinnehav i Astor Group: äger inga aktier i Astor Group. Innehar 350 000 teckningsoptioner.*

**Tobias Ekman, CFO**

Tobias har 21 års erfarenhet inom redovisning. Tidigare arbetat som redovisningskonsult på bl.a. Grant Thornton och KPMG. Driver idag egen redovisningsbyrå sedan 2013.

*Aktieinnehav i Astor Group: äger inga aktier i Astor Group.*

**Fredrik Lindblom, VD Marstrom Composite AB**

Fredrik har tidigare erfarenhet av att driva produktion som produktionschef på Marstrom Composite under 10år. Vice VD på Marstrom Composite från 2021 – 2022.

*Aktieinnehav i Astor Group: äger inga aktier i Astor Group. Innehar 150 000 teckningsoptioner.*

**Lars Granbom, styrelseordförande**

Lars har tidigare erfarenhet av börsnoteringar, förvärv, kapitalanskaffningar, relationer med investerare, företagsledning och styrelsearbete

*Aktieinnehav i Astor Group: 25 585 aktier (0,13 %). Innehar 200 000 teckningsoptioner.*

**Ronny Christoffersen, styrelseledamot**

Ronny är medgrundare till Scandinavian Astor Technologies och aktieägare. Tidigare erfarenhet från Sivers Semiconductor och Microdata Telecom.

*Aktieinnehav i Astor Group: 953 338 aktier (5,03 %). Innehar 50 000 teckningsoptioner.*

**Håkan Ekengren, styrelseledamot**

Håkan var VD för Scandinavian Astor Technologies AB 2019-2020. Tidigare erfarenhet av kapitalanskaffningar, börsintroduktioner, styrelsearbete, affärs- och organisationsutveckling samt politiskt/ekonomisk omvärldsanalys. Har varit statssekreterare på Näringsdepartementet.

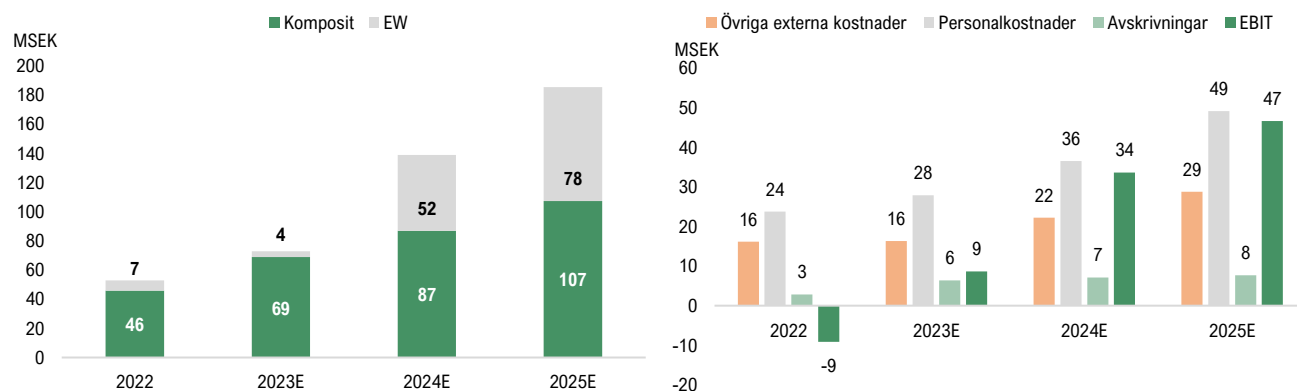
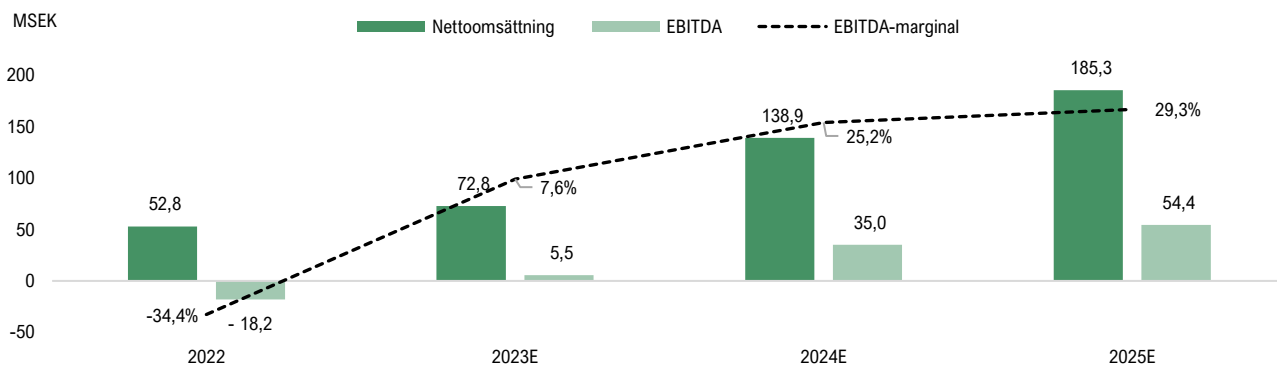
*Aktieinnehav i Astor Group: 226 474 aktier (1,19 %). Innehar 50 000 teckningsoptioner.*

**Wictor Billström, styrelseledamot**

Wictor har mer än 15 års erfarenhet från finans, försäkring och redovisning i olika roller på bl.a. If Skadeförsäkring, Euler Hermes, SEB och Altris.

*Aktieinnehav i Astor Group: 252 938 aktier (1,33 %). Innehar 50 000 teckningsoptioner.*

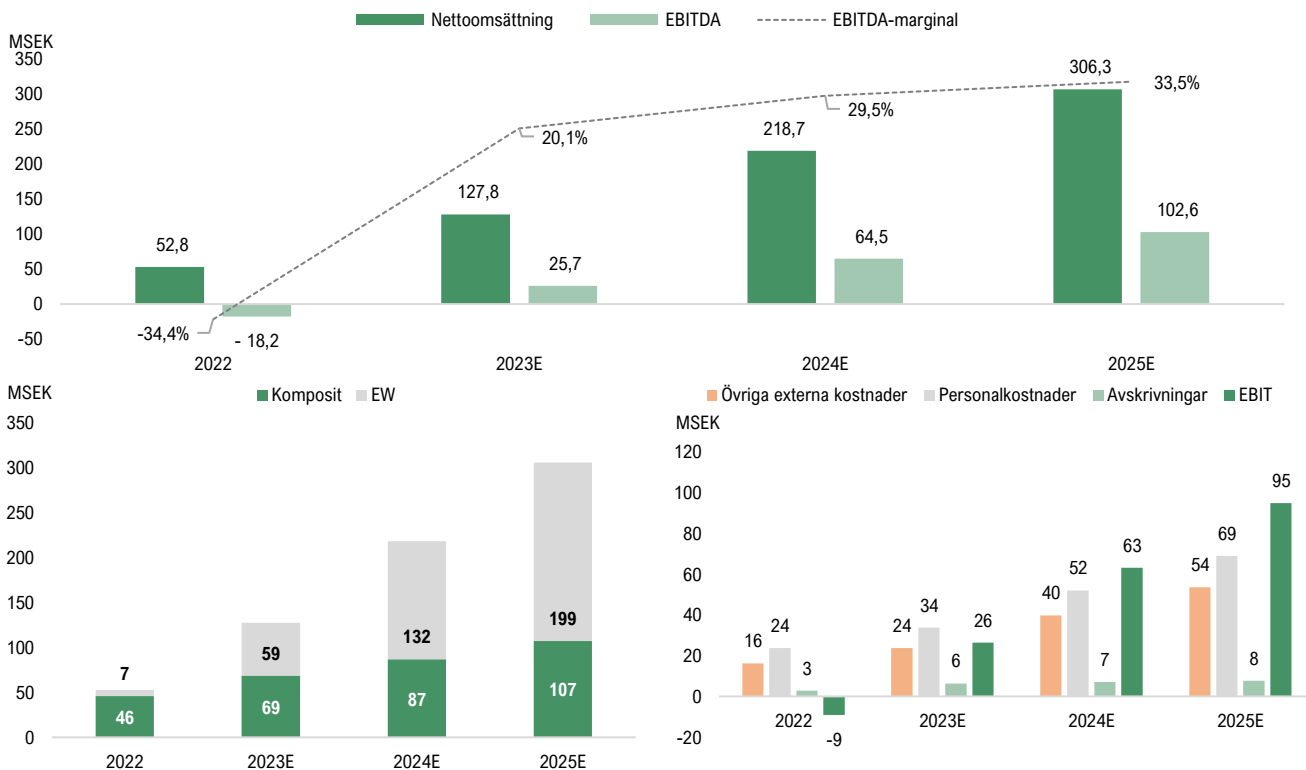
	PROFORMA				
Base scenario (MSEK)	2021	2022 <sup>1</sup>	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	47,0	52,8	72,8	138,9	185,3
Övriga rörelseintäkter	3,0	2,0	2,5	1,9	1,6
<b>Totala intäkter</b>	<b>50,0</b>	<b>54,8</b>	<b>75,3</b>	<b>140,8</b>	<b>187,0</b>
Handelsvaror	-20,7	-26,1	-25,5	-47,0	-54,7
<b>Bruttoresultat</b>	<b>29,3</b>	<b>28,7</b>	<b>49,7</b>	<b>93,8</b>	<b>132,2</b>
Bruttomarginal	62,4%	52,4%	66,1%	66,6%	70,7%
Övriga externa kostnader	-12,5	-23,2	-16,3	-22,2	-28,7
Personalkostnader	-26,1	-23,7	-27,9	-36,5	-49,1
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>-9,2</b>	<b>-18,2</b>	<b>5,5</b>	<b>35,0</b>	<b>54,4</b>
EBITDA-marginal	-19,6%	-34,4%	7,6%	25,2%	29,3%
Aktiverat arbete <sup>2</sup>	0,0	12,0	9,6	5,7	0,0
Avskrivningar	-5,8	-2,9	-6,4	-7,1	-7,7
<b>EBIT</b>	<b>-15,1</b>	<b>-9,1</b>	<b>8,7</b>	<b>33,6</b>	<b>46,7</b>
<b>Nyckeltal</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
P/S	0,9	0,8	0,6	0,3	0,2
EV/S	1,3	1,2	0,8	0,4	0,3
EV/EBIDA	-6,6	-3,4	11,0	1,7	1,1
EV/EBIT	-4,1	-6,7	7,0	1,8	1,3



<sup>1</sup> Konsoliderade siffror för Astor Group 2022. Övriga externa kostnader för år 2022 inkluderar engångskostnader, såsom listningskostnader och omvärdering av tidigare aktiverade utvecklingsutgifter och upplupna intäkter.

<sup>2</sup> Inklusive förändring av lager, produkter i arbete m.m.

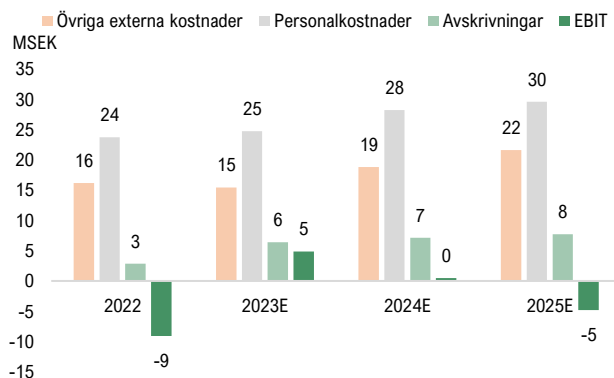
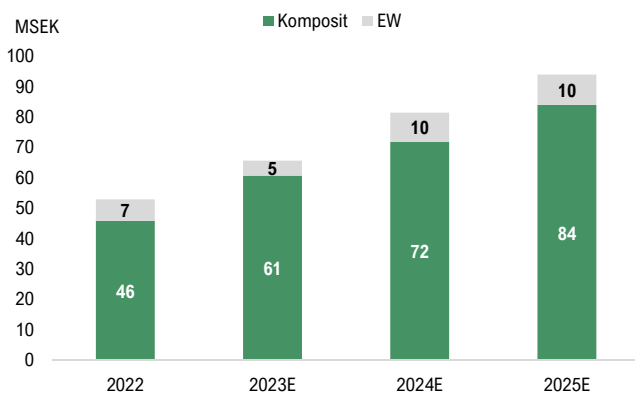
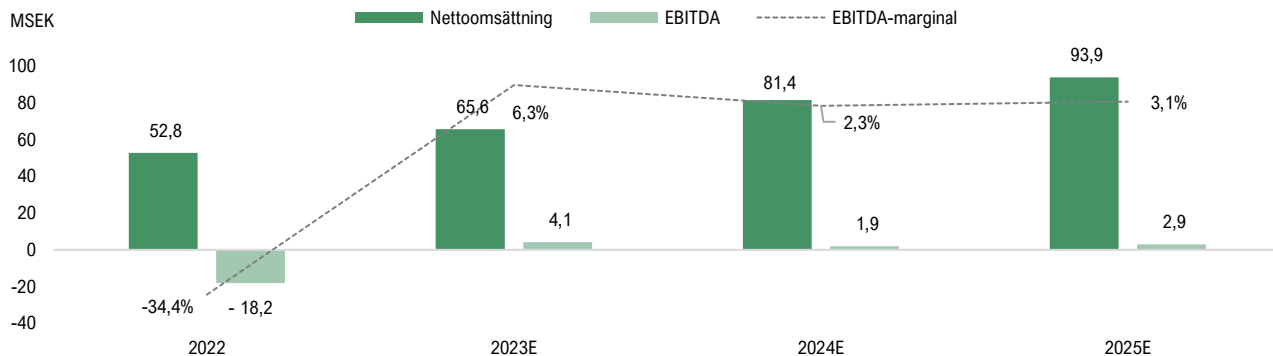
	PROFORMA				
	2021	2022 <sup>1</sup>	2023E	2024E	2025E
<b>Bull scenario (MSEK)</b>					
Nettoomsättning	47,0	52,8	127,8	218,7	306,3
Övriga rörelseintäkter	3,0	2,0	2,5	1,9	1,6
<b>Totala intäkter</b>	<b>50,0</b>	<b>54,8</b>	<b>130,3</b>	<b>220,5</b>	<b>308,0</b>
Handelsvaror	-20,7	-26,1	-46,9	-64,3	-82,8
<b>Bruttoresultat</b>	<b>29,3</b>	<b>28,7</b>	<b>83,4</b>	<b>156,3</b>	<b>225,2</b>
Bruttomarginal	58,7%	52,4%	64,0%	70,9%	73,1%
Övriga externa kostnader	-12,5	-23,2	-23,8	-39,7	-53,6
Personalkostnader	-26,1	-23,7	-33,8	-52,0	-68,9
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>-9,2</b>	<b>-18,2</b>	<b>25,7</b>	<b>64,5</b>	<b>102,6</b>
EBITDA-marginal	-19,6%	-34,4%	20,1%	29,5%	33,5%
Aktiverat arbete <sup>1</sup>	0,0	12,0	7,2	5,7	0,0
Avskrivningar	-5,8	-2,9	-6,4	-7,1	-7,7
<b>EBIT</b>	<b>-15,1</b>	<b>-9,1</b>	<b>26,5</b>	<b>63,1</b>	<b>94,9</b>
<b>Nyckeltal</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
P/S	0,9	0,8	0,4	0,2	0,1
EV/S	1,3	1,2	0,5	0,3	0,2
EV/EBIDA	-6,6	-3,4	2,9	1,0	0,6
EV/EBIT	-4,1	-6,7	2,8	1,1	0,7



<sup>1</sup> Konsoliderade siffror för Astor Group 2022. Övriga externa kostnader för år 2022 inkluderar engångskostnader, såsom listningskostnader och omvärdering av tidigare aktiverade utvecklingsutgifter och upplupna intäkter.

<sup>2</sup> Inklusive förändring av lager, produkter i arbete m.m.

	PROFORMA				
	2021	2022 <sup>1</sup>	2023E	2024E	2025E
Bear scenario (MSEK)					
Nettoomsättning	47,0	52,8	65,6	81,4	93,9
Övriga rörelseintäkter	3,0	2,0	2,5	1,9	1,6
<b>Totala intäkter</b>	<b>50,0</b>	<b>54,8</b>	<b>68,1</b>	<b>83,3</b>	<b>95,6</b>
Handelsvaror	-20,7	-26,1	-23,7	-34,4	-41,4
<b>Bruttoresultat</b>	<b>29,3</b>	<b>28,7</b>	<b>44,3</b>	<b>48,9</b>	<b>54,1</b>
Bruttomarginal	58,7%	52,4%	65,1%	58,7%	56,7%
Övriga externa kostnader	-12,5	-23,2	-15,4	-18,8	-21,6
Personalkostnader	-26,1	-23,7	-24,8	-28,2	-29,6
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>-9,2</b>	<b>-18,2</b>	<b>4,1</b>	<b>1,9</b>	<b>2,9</b>
EBITDA-marginal	-19,6%	-34,4%	6,3%	2,3%	3,1%
Aktiverat arbete <sup>1</sup>	0,0	12,0	7,2	5,7	0,0
Avskrivningar	-5,8	-2,9	-6,4	-7,1	-7,7
<b>EBIT</b>	<b>-15,1</b>	<b>-9,1</b>	<b>4,9</b>	<b>0,5</b>	<b>-4,8</b>
Nyckeltal	2021	2022	2023E	2024E	2025E
P/S	1,1	1,0	0,8	0,6	0,6
EV/S	1,5	1,3	1,1	0,9	0,7
EV/EBIDA	-7,6	10,1	16,9	37,4	24,0
EV/EBIT	1,1	1,0	-30,4	-13,3	-14,5



<sup>1</sup> Konsoliderade siffror för Astor Group 2022. Övriga externa kostnader för år 2022 inkluderar engångskostnader, såsom listningskostnader och omvärdering av tidigare aktiverade utvecklingsutgifter och upplupna intäkter.

<sup>2</sup> Inklusive förändring av lager, produkter i arbete m.m.

# Disclaimer

---

## Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument eller annan information härrörande AG Equity Research AB (vidare AG) är framställt i informations syfte, för allmän spridning, och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analyserna är baserade på källor och uppgifter samt utlåtanden från personer som AG bedömer tillförlitliga. AG kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Alla estimat i analyserna är subjektiva bedömningar, vilka alltid innehåller viss osäkerhet och bör användas varsamt. AG kan därmed aldrig garantera att prognoser och/eller estimat uppfylls. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från AG eller personer med koppling till AG, alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och information härrörande AG är avsett att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut. Investerare uppmanas att komplettera med ytterligare material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. AG fransäger sig allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av material härrörande AG.

## Intressekonflikter och opartiskhet

För att säkerställa Analyst Groups oberoende har Analyst Group inrättat interna regler för analytiker, utöver detta så har alla analytiker undertecknat avtal i vilket de är skyldiga att redovisa alla eventuella intressekonflikter.

Dessa har utformats för att säkerställa att *KOMMISSIONENS DELEGERADE FÖRORDNING (EU) 2016/958 av den 9 mars 2016 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 vad gäller tekniska standarder för tillsyn för de tekniska villkoren för en objektiv presentation av investeringsrekommendationer eller annan information som rekommenderar eller föreslår en investeringsstrategi och för uppgivande av särskilda intressen och intressekonflikter efterlevs.*

För fullständiga regler för våra analytiker se: <https://www.analystgroup.se/interna-regler-ansvarsbegransning/>

## Bull and Bear- Rekommendationer

Rekommendationerna i form av bull alternativt bear syftar till att förmedla en övergripande bild av Analyst Groups åsikt. Rekommendationerna är utarbetade genom noggranna processer bestående av kvalitativ research och övervägning samt diskussion med andra kvalificerade analytiker.

Definition Bull: Bull är en metafor för en positivt inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en positiv framtidsutveckling för Bolaget.

Definition Bear: Bear är en metafor för en pessimistisk inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en negativ framtidsutveckling för Bolaget.

## Övrigt

Denna analys är en så kallad uppdragsanalys. Detta innebär att Analyst Group har mottagit betalning för att göra analysen. Uppdragsgivare **Scandinavian Astor Group AB** (vidare Bolaget) har inte haft någon möjlighet att påverka de delar där Analyst Group har haft åsikter om Bolaget, framtida värdering eller annat som skulle kunna tänkas utgöra en subjektiv bedömning. De delar som Bolaget har kunnat påverka är de delar som är rent faktamässiga och objektiva.

Analytiker äger inte aktier i Bolaget.

## Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2023). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.