

A dark, industrial scene featuring a large crane hook in the foreground and a complex network of metal structures and walkways in the background. The lighting is dim, with some warm orange highlights from industrial lights.

FOKUS

Försvärssatsningarnas efterdyningar

Försvarsatsningarnas efterdyningar

De europeiska försvarsbolagen har rusat på aktiemarknaden. Det finns alltid en chans att bolagen fortsätter stiga, men värderingsmultiplarna har skjutit i taket. Samtidigt finns det andra typer av bolag som kan gynnas av ökade försvarssatsningar där aktiekurserna ännu inte stuckit i väg. Denna tanke har fått oss att göra en djupdykning i materialsektorn, för att se om vi kan hitta morgondagens börsvinnare.

De största delarna av Europas materialsektor utgörs av kemi samt metaller & gruvdrift. Utsikten för dessa är tämligen tudelad. Kemisektorn uppvisar attraktiva värderingar, men det kan vara svårt att uppnå en renodlad exponering mot vissa underleverantörer eftersom försvarsföretagen ofta är vertikalt integrerade konglomerat. Bland metaller har stålbolagen haft en stark marknadsutveckling i år, vilket tyder på att investeraren har relativt lite kvar att hämta av vårens kurspositiva sentiment. Däremot ger analysen en inblick i hur Sverige kan stå inför en unik möjlighet att bli en nyckelspelare i distributionen av andra metaller som är avgörande för framtidens teknik, försvarssystem inkluderat.

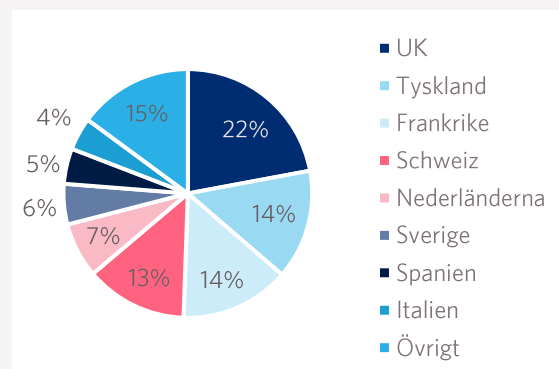
Mot bakgrund av de politiska initiativ som lanserats under våren och sommaren, kan företag med europeiska produktionsanläggningar förväntas gynnas i högre grad än de med produktion utanför Europa. Eftersom koncentrationen av dessa anläggningar varierar mellan länder, kan försvarssatsningarna få asymmetriska effekter. Länder med låg statsskuld och med stark inhemsk produktion har särskilt goda förutsättningar att dra nytta av utvecklingen, både som finansiärer och som leverantörer.

Inledningsvis ger analysen en överblick av strukturen på den europeiska materialsektorn.

Därefter följer en närmre inblick i kemiindustrin samt metaller, för att sedan avsluta med en kartläggning av hur politiska initiativ kan påverka utvecklingen framåt.

Den europeiska materialsektorns marknadsstruktur

Inom den europeiska materialsektorn bör UK:s sektorvikt tonas ned, då en stor majoritet utgörs av Rio Tinto, Glencore och Anglo American, tre bolag noterade i London vars gruvdrift är globalt belägen.



Figur: Pajdiagrammet visar Morningstars landsuppdelning av materialsektorn i Europa.

Anledningen till att bolag med produktion utanför Europa bör tonas ned i avseendet hur de gynnas av försvarssatsningar redogörs för senare i analysen.

Med det sagt bör en separering göras mellan sektorvikter och geografiska vikter. Det faktum att materialsektorn endast väger cirka 6,7 procent i det schweiziska indexet, trots Schweiz dominans inom europeisk specialkemi (som dessutom främst kopplas till läkemedelsbranschen), visar på behovet av en sektoranalys snarare än en geografisk analys.

Kemikaliemarknaden

Den europeiska kemikaliesektorn kan delas in i olika grupper som bas/bulkkemikalieproducenter samt kemikaliedistributörer och specialkemi. Bulkbolagen producerar kemikalier av enkel struktur och fokuserar på massproduktion. Tvärtom utvecklar specialkemibolagen avancerade

kemikalier, ofta anpassade till en särskild kunds specifikationer. Dessa säljs till högre marginaler.

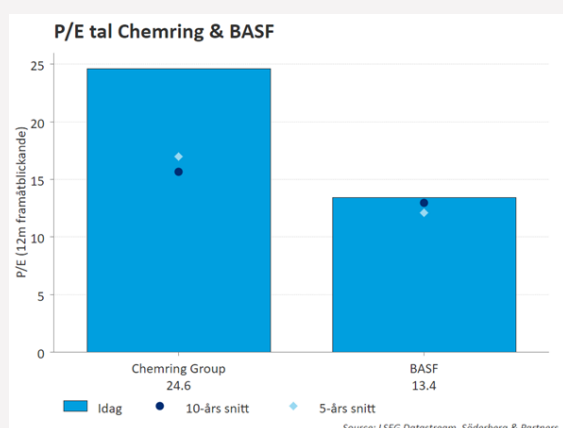
När försvarssatsningarna rullar i gång kan specialkemibolagen komma att utgöra en viktig kugge i hjulet, eftersom de kemikalier som används i militära sammanhang oftast tillhör denna kategori. Exempelvis ingår dessa i energetiska material som bränsle och sprängämnen. Andra underkategorier inom specialkemi som är relevanta inkluderar militärbeläggningar, kompositmaterial och elektronikkemikalier.

Energetiska material och leverantörskedjan

Ett konkret exempel på hur leverantörskedjan är integrerad inom kemisektorn kan beskrivas av det energetiska materialet hexogen, även kallat RDX. För att undersöka marknadspåverkan som en ökad orderingång på RDX kan ha är det viktigt att känna till dess produktionsprocess.

RDX framställs genom nitring av hexametylentetramin, vilket i sin tur tillverkas industriellt genom en reaktion mellan formalin och ammoniak. Här sker ett skifte från försvars- till kemiindustrin. Medan ett försvarsbolag som Chemring Group ofta framställer RDX, är de enligt tillgänglig information inte producenter av ammoniak eller formalin. Det tyder på att komponenterna köps in från kemibolag, såsom tyska BASF, som tillverkar båda.

Denna distinktion kan anses tekniskt belastande men är väsentlig att förstå eftersom försvarsrelaterade bolag haft stark kursutveckling i år, vilket innebär att de inte längre handlas till samma rabatt som de breda kemibolagen.

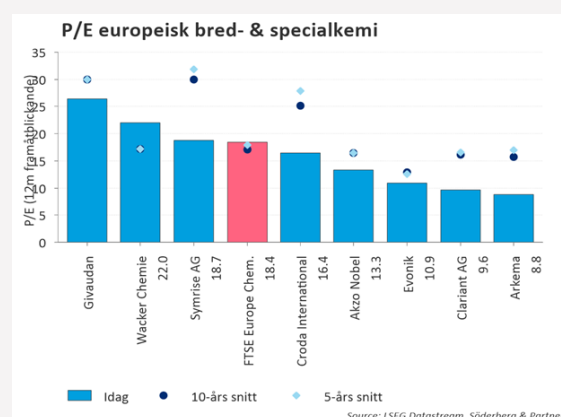


Figur: Grafen visar 12 månaders framtidsblickande P/E för Chemring Group och BASF.

Värdering och exponering

Jämförelsen av 12 månaders framtidsblickande P/E-tal visar att försvarsbolaget Chemring Group redan prissatts för en ökad orderingång, medan kemibolaget BASF, ett diversifierat konglomerat som befinner sig längre ner i värdekedjan, inte återspeglar samma påverkan i sin värdering. Detta eftersom efterfrågan på ammoniak och formalin kopplat till RDX endast utgör en liten del av BASF:s totala produktion.

Samma mönster syns bland specialkemibolag: de handlas till rabatt mot breda kemisektorn – men effekten av ökade försvarssatsningar skulle för dem i många fall bli begränsad.



Figur: 12 månaders framtidsblickande P/E tal för 8 specialkemibolag samt ett brett europeiskt kemikalieindex som förutom specialkemi bland annat inkluderar jordbrukskemikalier och diversifierade bolag. De blå staplarna representerar företag som tillverkar specialkemikalier, medan den rosa visar sektorsnittet.

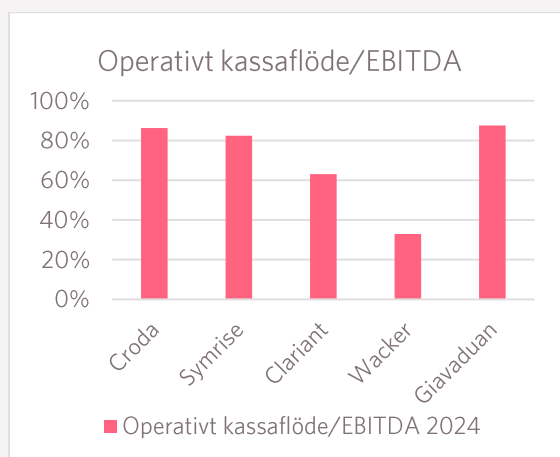
Intressant att undersöka är hur man tar exponering mot de mindre specialkemibolagen, där ett nytt försvarskontrakt skulle kunna innebära både en tydlig påverkan på bolagets totala intäkter från dag ett och en kassako över tid.

Begränsad exponering mot mindre bolag

Att komma åt de mindre specialkemibolagen är lite som att leta efter nålar i en höstack, de är ofta privata eller gömda i större konglomerat. Till exempel meddelade Rheinmetall i april att de tar över Hagedorn-NC för att säkra sin tillgång av artillerikrutt.

" Finns värderingspotential kvar i specialkemibolagen, men svårt att få direkt exponering mot de som lär påverkas mest av försvarssatsningar."

Dessutom har intresset för den europeiska specialkemisektorn ökat från Private Equity det senaste decenniet. Det finns flera anledningar som ligger bakom trenden, men ett par är att specialkemi ofta genererar hög EBITDA-konvertering (hur stor del av företagets vinst innan räntor, skatt och avskrivningar som blir operativt kassaflöde) och har en hög kundlojalitet. Dessutom utgör den tekniska nischen bolagen besitter en inträdesbarriär, vilket minskar konkurrensen och bidrar till stabilare intäkter för etablerade aktörer. En god lönsamhet och en stabil kassa passar Private Equity-bolag som ofta förvärvar bolag skuldfinansierat. Dessutom utgör större bolag som BASF goda exitmöjligheter.



Figur: Operativt kassaflöde mot EBITDA år 2024 för fyra europeiska specialkemibolag. Talet visar hur stor andel av EBITDA som blir operativt kassaflöde, som exempelvis kan användas för att betala av lån. Clariant visar en låg siffra på grund av utbetalningar kopplat till en omstrukturering samt högt rörelsekapital i slutet av perioden. Wackers operativa kassaflöde minskade 66,8% under 2024 kopplat till lageruppbbyggnad.

Analysen tyder på att det finns värderingspotential kvar i specialkemibolagen, men det är svårt att inta direkt exponering mot de aktörer som väntas påverkas mest av ökade försvarssatsningar. Ett möjligt alternativ skulle vara att investera i Private Equity-fonder med exponering mot denna subsektor.

Sällsynta jordartsmetaller

Metaller utgör en annan subsektor inom materialsektorn och Sverige har möjlighet att ta plats på världskartan som en nyckelleverantör av sällsynta jordartsmetaller. Dessa används inom mängder av elektroniska kretsar, vilket gör dem väsentliga för bland annat moderna kommunikations- och styrsystem. Därför är de relevanta att diskutera ur en försvarssynpunkt.

Sällsynta jordartsmetaller anses vara såpass kritiska för militära operationer och sårbara för leveransstörningar till följd av dagens geopolitiska läge, att NATO i december 2024 klassificerade dessa tillsammans med elva andra metaller som "kritiska råmaterial för försvar".

Som resultat av att dessa är så viktiga för militära system har priset på flera av dem ökat kraftigt. Ett av materialen på listan är germanium, vilket används i infraröda sensorer, som är väsentliga i många militära system. Priset på germanium har stigit med över 50 procent sedan Rysslands invasion av Ukraina den 24 februari 2022.

Vad gäller sällsynta jordartsmetaller är Kina dominerande både i gruvdrift och raffinering. Vita Huset hotade i slutet av augusti med skärpta tullar på 200 procent mot Kina om exporten av sällsynta jordartsmetaller begränsas. Flertalet kritiska metaller från NATO:s lista, sällsynta jordartsmetaller inkluderat, ingick även i diskussionen gällande USA:s och Ukrainas mineralavtal. Även om områden med sällsynta jordartsmetaller har lokaliserats i Ukraina är i dagsläget ingen av dessa aktiva eller kommersialiserade.

I närtid kan i stället Kinas dominans inom sällsynta jordartsmetaller vara hotat av området Per Geijers i Kiruna. Området har varit känt sedan länge, men år 2022-2023 uppmärksammades att den innehåller en stor mängd REE-oxider, från vilka sällsynta jordartsmetaller utvinns. Området skulle vid uppskattad produktionsstart 2027 bli Europas enda aktiva brytningsplats av dessa.

"Kinas dominans av sällsynta jordartsmetaller kan utmanas - av Per Geijers fynd i Kiruna."

Projektet har klassificerats enligt EU:s gruvlagstiftning CRMA, som bland annat syftar till att europeisk utvinning av särskilda kritiska material tillgodoser 10 procent av EU:s efterfrågan 2030. Draghi-rapporten från 2024, vilken utformades på uppdrag av EU-kommissionen och utreder hur och inom vilka delar EU kan minska beroendeställningen i leverantörskedjan, betonar vikten av att implementera CRMA i europeiska gruvprojekt. Således finns ett politiskt tryck inom EU att minska beroendet av Kina som leverantör av sällsynta jordartsmetaller, men projektet måste fortfarande genomgå diverse miljöprövningar och

tillstånd, vilket kan fördröja en eventuell produktionsstart.

Med det sagt verkar Sverige och LKAB på sikt kunna bidra till en stabilare tillgång av dessa metaller inom Europa. Det hade inte enbart gynnat batteritillverkare och bolag verksamma inom den gröna omställningen i stort, utan även ett kemibolag som tyska BASF, vilket tillhandahåller kemikalier som används för att separera och rena metaller från råmaterialen de bryts i.

Långsiktig påverkan

Metallbolag gynnas generellt av en god konjunktur. Att den globala ekonomin håller på att återhämtas och att försvarssatsningarna ökar bör påverka bolagen positivt. För att få en djupare förståelse av var satsningarna kan komma att få störst genomslag krävs en analys av långsiktiga trender. Det utgör en naturlig övergång till en diskussion kring politiska initiativ och deras påverkan på den europeiska marknaden.

Nato och Readiness 2030

Den 4 mars lanserade EU-kommissionens ordförande Ursula von der Leyen spenderingsplanen Readiness 2030 för att stärka unionens försvarsförmåga. Potten på 800 miljarder euro banar väg för ett europeiskt försvarsrace eftersom det inkluderar flera attraktiva initiativ att ta del av. Ett av dessa är lånepaketet Security Action For Europe (SAFE) på 150 miljarder euro, som kan sökas av EU:s medlemsländer fram till och med 2030.

"Komponenter utanför EU, EES och Ukraina får högst utgöra 35 % av slutproduktens kostnad."

SAFE kräver att minst två medlemsländer genomför gemensam upphandling för att kvalificeras. Även EES-EFTA-länder, Ukraina, försvarspartners och EU-kandidatländer kan delta i upphandlingar, men inte ta del av lånet. Oavsett om upphandling sker mellan två parter inom EU eller med ett tredjepartsland får inte kostnaden för komponenter med ursprung utanför EU, EES-EFTA-staterna och Ukraina överstiga 35 procent av den uppskattade kostnaden för komponenterna i slutprodukten. Detta gäller även komplexa system, där staterna dessutom behöver säkerställa att leverantören till fullo äger designen för att minska risken för att skapa nya beroendeställningar för dessa system framgent.

National Escape Clause

Readiness 2030 ämnar även att öka de enskilda ländernas egna försvarssatsningar genom en så kallad National Escape Clause (NEC). NEC gäller vid exceptionella, landspecifika omständigheter som ligger utanför medlemsstatens kontroll och som påverkar de offentliga finanserna. NEC gör det möjligt för länder att öka försvarsutgifterna med upp till 1,5 procent av BNP utan att bryta mot EU:s budgetregler. Detta görs genom att:

- Budgetutrymmet för försvarsutgifter höjs och att de ökade utgifterna inte belastar budgeten så länge landet håller sig inom sin budgetgräns. EU:s ordinarie budgetregler fortsätter att gälla parallellt.
- Utgifterna redovisas öppet i budgetrapporter som en "upplysande post".

Sammantaget skapas ett tillfälligt men transparent spelrum för försvarsutgifter – kommissionen uppskattar att det kan möjliggöra upp till 650 miljarder euro under fyra år, vilket är ett estimat baserat på en gradvis ökning till 1,5 procent av BNP under perioden. Således kan den totala spenderingen överstiga 650 miljarder om länderna når målet tidigare än fyra år, vilket kan vara fallet för länder som tar del av SAFE-lånet på grund av dess fördelaktiga finansieringsstruktur. Till skillnad från SAFE styrs NEC-utgifter nationellt, utan geografiska begränsningar. Flera länder, däribland Belgien, Tyskland, Polen och Finland, har redan begärt aktivering av klausulen.

NATO:s mål och geografisk fördelning

Readiness 2030 syftar således både till att öka försvarssatsningarna inom EU och att stärka det ömsesidiga beroendet genom gemensam upphandling mellan EU-länder, EES-EFTA och Ukraina. Genom NEC ges dessutom ett mer flexibelt spelrum genom NATO:s breda definition av försvarstransaktioner och tillåtelse av internationella distributörer. Detta kan bidra till stärkt samarbete mellan transatlantiska organisationer som NATO, som i juni 2025 fastslog att alla medlemsländer ska nå 5 procent av BNP i årlig försvarsspending till 2035.

De flesta europeiska länder kommer därför att öka sina försvarsutgifter, då de tillhör EU, NATO eller båda. Sannolikt kommer de EU-länder som ingår i NATO och i dagsläget spenderar lite, samt har

starka statsfinanser, att se störst ökning. Till denna grupp hör bland annat Sverige.

De 5 procent som fastslagits av NATO fördelas på 3,5 procent för försvarsmaterial och 1,5 procent för civilförsvar, där den senare posten även inkluderar befintliga investeringar som vägar, hamnar och cybersäkerhet. Detta öppnar för att även bygg-, cement- och IT-bolag kan gynnas av ökade försvarssatsningar. Vissa företag som gynnas av Readiness 2030 kan alltså även dra nytta av NATO:s mål.

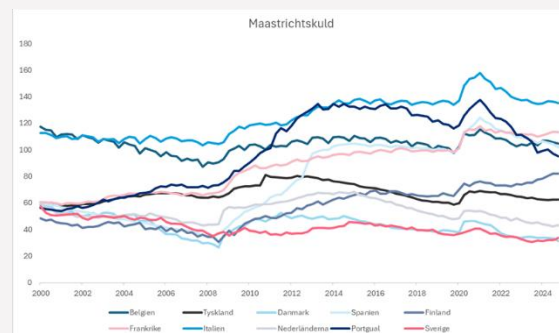
Spenderingsförmåga

Det finns en koppling mellan statsfinansernas hållbarhet och kostnaden för stater att uppta och finansiera lån. Ett land med lägre statsskuld tenderar att få billigare finansiering och vise-versa.

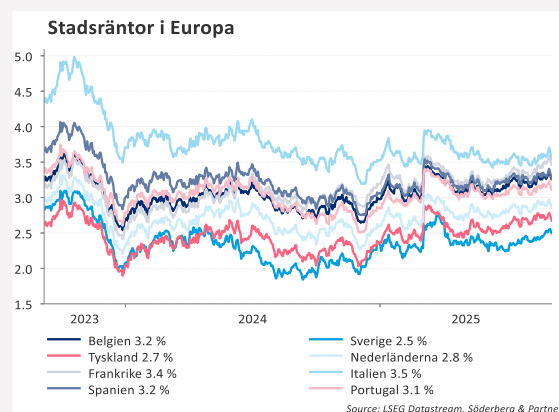
Maastrichtskulden, som är ett mått på den offentliga skulden i förhållande till BNP, ska enligt EU inte överstiga 60 procent för att garantera stabilitet. Redan i utgångsläget, innan försvarssatsningarna ökat, har EU-länderna olika förutsättningar.

Länder som Sverige och Nederländerna har exempelvis låg offentlig skuld, relativt låg kostnad för skulden och därmed en god spenderingskapacitet. EU Kommissionens SAFE-lån kommer sannolikt även att vara en billigare finansieringskälla än de nationella lånen då de väntas ha en lägre räntesats. Eftersom de dessutom kräver en hög europeisk produktionsandel i slutprodukten kan EU-länder med stor tillverkningskapacitet gynnas utifrån detta perspektiv. Därför befinner sig även Tyskland i ett starkt utgångsläge, vars tillverkningsindustri uppgick till cirka 20 procent av BNP 2024.

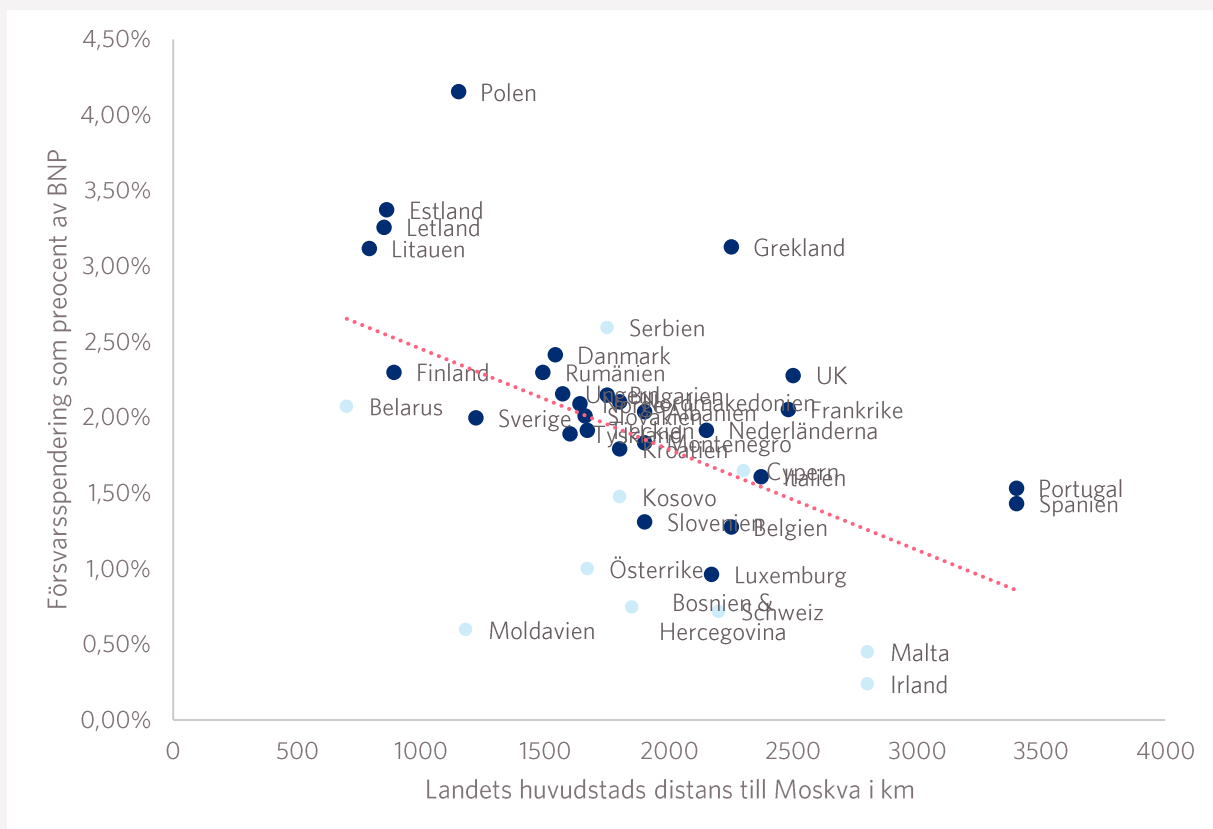
I kontrast till dessa länder står till exempel Italien, som dels har en initialt hög statsskuld, dels har en relativt dyr inhemsk finansiering vilket begränsar landets möjligheter i försvarsupprustningen. Tillverkningsindustrin utgjorde cirka 12 procent av Italiens BNP 2024. Således finns en risk för en asymmetrisk och tudelad utveckling inom EU, som kan sätta avtryck på makroekonomin samt finansmarknaderna.



Figur: Maastrichtskuld för 10 europeiska länder.



Figur: Statsobligationsräntor i åtta västeuropeiska länder.



Figur: Försvarsspendering i grafen avser procent av BNP i enlighet med NATO:s definition av försvarsmaterial. Mörkblå markör indikerar land som är medlem i NATO.

Förblir positivt observanta

Mycket pekar på att det kan finnas möjligheter inom materiellektorn, men att dessa ofta är bolagsspecifika, och kan vara svårfångade för investerare på publika marknader. Vi kan heller inte se att det i närtid kommer driva sektorn i stort, utan att man måste plocka russin ur kakan. Givet att vi gör mer övergripande investeringar på sektornivå väljer vi således att ligga kvar med vår neutrala syn på materiellektorn.

Med det sagt är det tydligt att initiativ som Readiness 2030 tillsammans med NATO:s bestämmelse om att öka försvarssatsningarna som andel av BNP kommer att få bestående effekter på de europeiska marknaderna, där bland annat materiellektorn kan gynnas sett ur ett långsiktigt perspektiv.

När man tittar på ländernas nuvarande försvarsspenderingar och skuldsättning ses även att de länder som har hög produktion av efterfrågade material kan komma att gynnas relativt de som behöver importera en större del. Readiness 2030s 35-procentsregel förstärker denna effekt, särskilt för lågskuldsnationer med stark inhemsk produktion som Tyskland och Sverige som kan kapitalisera både som finansiärer och leverantörer, medan länder med ett mer ansträngt statsfinansiellt läge lär gynnas mindre.



Gustav Brandén
Analytiker