

# Research Danmark

## De fleste forsvarsindkøb går til danske virksomheder

Danmark er i gang med en historisk oprustning af forsvaret, som potentielt kan få betydning for dansk økonomi. I denne analyse ser vi nærmere på, hvor de mange milliarder fra forsvarets indkøb rent faktisk ender henne. Går alt til import eller får danske virksomheder også glæde af pengene? Vi har gennemgået resultaterne fra 392 offentliggjorte forsvarsindkøb fra Forsvaret og Forsvarsministeriets styrelser i perioden 1. november 2023 til 9. april 2026. **Resultatet viser, at meget går til import som ofte omtalt, men faktisk går de fleste indkøb til danske virksomheder.** Ud af de 394 analyserede indkøb tilfaldt 227 af dem danske virksomheder, hvilket svarer til 58%. Den samlede værdi af offentliggjorte indkøb i perioden var 114 milliarder kroner, hvoraf 22 milliarder gik til danske virksomheder, hvilket svarer til 19%. **Så selvom danske virksomheder får det største antal indkøb, går den største andel af indkøbene målt i kroner til virksomheder i udlandet.** Der er altså en tendens til, at danske virksomheder får de mindre opgaver, mens udenlandske virksomheder får de større opgaver. De udenlandske virksomheder der får opgaver fra forsvaret, er oftest placeret i Sverige og Tyskland.

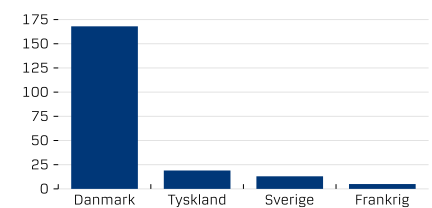
### Danske virksomheder vinder 62% af normale udbud (tildelinger) men får kun 15% af den samlede værdi som er tildelt

Når vi ser nærmere på tallene for forsvarsindkøb, er det væsentligt at opdele resultaterne fra forsvarets indkøb i to typer, nemlig "tildelinger" og "direkte tildelinger". En tildeling er et offentligt udbud, der er vundet i konkurrence blandt flere leverandører. I en "direkte tildeling" har Forsvaret valgt én specifik leverandør uden konkurrence og derefter offentliggjort resultatet. I alt er 273 af de 394 indkøb, vi har gennemgået, udarbejdet som tildelinger med en samlet værdi på 86 milliarder kroner. **Her ses det, at danske virksomheder har vundet 168 ud af 273 udbud (62%) til en samlet værdi på 13 mia. kr., hvilket svarer til 15% af værdien af de samlede tildelinger i perioden.** Tyskland er det land, hvor virksomheder samlet set har vundet udbud for flest penge, nemlig 25 mia. kr. efterfulgt af Sverige med 17 mia. kr. Tildelingerne til både tyske og svenske virksomheder er karakteriserede ved at være meget store med en gennemsnitlig værdi på omkring 1,3 milliarder kroner sammenlignet en gennemsnitlig værdi af tildelinger til danske virksomheders på 78 millioner kroner. Se tabel 1 for flere detaljer.

I udlandet er det typisk de store og kendte forsvarsvirksomheder som SAAB og Rheinmetall, der vinder danske udbud. I Danmark er det i højere grad en blanding af små og store selskaber både indenfor og udenfor den klassiske forsvarsindustri. Størstedelen af værdien af tildelinger i Danmark går til store virksomheder, såsom skibsværfter, (last)bilforhandlere, it- og telekommunikationsvirksomheder; men af mindre virksomheder findes for eksempel et apotek i Køge, en formuerådgiver i Fredensborg, og en pengeskabsfabrik i Herning.

### Danske virksomheder vinder det største antal normale udbud (tildelinger)...

Antal tildelinger fordelt på lande

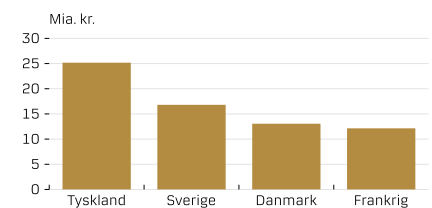


Note: Se tabel 1 for flere detaljer.

Kilde: Udbud.dk, Danske Bank

### ... men langt den største værdi af tildelinger går til virksomheder i udlandet

Værdi af tildelinger fordelt på lande



Note: Se tabel 1 for flere detaljer.

Kilde: Udbud.dk, Danske Bank

#### Senioranalytiker

Rune Thyge Johansen  
+45 40 26 04 37  
[rujo@danskebank.dk](mailto:rujo@danskebank.dk)

#### Assisterende analytiker

Sofie Grundvad Pedersen  
[soped@danskebank.dk](mailto:soped@danskebank.dk)

#### Analytiker

August Hyldgaard  
[auhyl@danskebank.dk](mailto:auhyl@danskebank.dk)

Udbuddene opdeles i såkaldte CPV-koder, som viser, hvilke brancher indkøbene fra forsvaret er målrettet. Ikke overraskende er det "sikkerheds-, brandbekæmpelse-, politi- og forsvarsudstyr, der står for 72% af værdien af de samlede tildelinger. Hernæst kommer "reparation- og vedligeholdstjenester" med 12%, og derefter ser vi en bred vifte af brancher bl.a. byggeri og anlæg, kommunikation, it-rådgivning og beklædning. Se tabel 2 for flere detaljer.

### Danske virksomheder får 49% af direkte tildelinger svarende til 32% af den samlede værdi

I en "direkte tildeling" har Forsvaret valgt én specifik leverandør uden konkurrence, hvilket dog skal juridisk begrundes for eksempel ved at opgaven haster af sikkerhedsmæssige årsager eller at kun én leverandør kan levere den specifikke vare eller tjeneste. Direkte tildelinger vil derfor gå til virksomheder, der allerede har et forhold til Forsvaret, mens tildelinger i princippet kan gå til alle virksomheder, såfremt de opfylder diverse krav og sikkerhedsgodkendelser.

I alt er 121 af de 394 indkøb fra perioden "direkte tildelinger". Fordelingen af antal direkte tildelinger på lande er relativt ens den fra "tildelinger", da danske virksomheder har fået 59 af de 121 direkte tildelinger, hvilket er 49%. **Den samlede værdi af de direkte tildelinger er 28 mia. kr. og danske virksomheder har samlet set fået 8,8 mia. kroner, svarende til 32%, hvilket er en noget større andel i forhold til "tildelinger".** Sverige er det land, hvor virksomheder samlet set har fået den største værdi med i alt 10,5 mia. kr. fordelt på otte direkte tildelinger. Den gennemsnitlige ordrestørrelse er altså væsentligt højere relativt til Danmark ligesom ved tildelinger. Tyske virksomheder modtager en noget mindre andel af de direkte tildelinger med kun 11,4% af den samlede værdi i forhold til tildelinger. **De fleste direkte tildelinger går altså også til danske virksomheder, men den største værdi tilfalder udlandet ligesom for tildelinger.** Andelen af værdien som tilfalder danske virksomheder (32%) er dog noget højere end ved tildelinger (15%). Det skyldes især én enkelt kontrakt med PensionDanmark om opførelse af nye indkvarteringsbygninger på landets kaserner for 3,4 milliarder kroner. Se tabel 3 for detaljer.

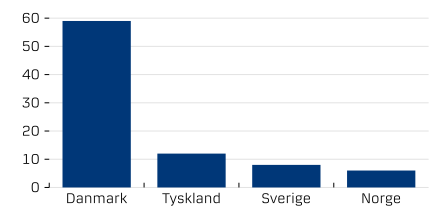
I fordelingen af opgaver efter branche er det også sikkerheds-, brandbekæmpelse-, politi- og forsvarsudstyr, der står for den største del af den samlede værdi med 55% efterfulgt af reparation- og vedligeholdelsestjenester med 19%. Herefter er det især bygge- og anlægsarbejder (12%) samt transport- og transporthjælpemidler (6%) der gives direkte tildelinger til. De fire nævnte brancher står således for 92% af værdien af direkte tildelinger, og samlet set er der en smule mindre spredning mellem brancher i forhold til de almindelige tildelinger. Se tabel 4 for flere detaljer.

### Offset-aftaler giver aktivitet i Danmark selvom udenlandske virksomheder vinder udbud eller får direkte tildelinger

I forbindelse med indkøb af militære systemer eller produkter for mere end 50 millioner kroner kan udenlandske leverandører blive pålagt at indgå samarbejde med danske virksomheder, såkaldte offset-aftaler eller industrisamarbejdsaftaler. Aftalerne har ofte en beløbsstørrelse fra 25% til 100% af afskaffelsens værdi, hvilket enten kan opfyldes ved direkte køb fra danske virksomheder eller fælles udviklingsprojekter. Erhvervsstyrelsen oplyser, at der i øjeblikket er udestående

#### Danske virksomheder får størstedelen af de direkte tildelinger

Antal direkte tildelinger fordelt på lande

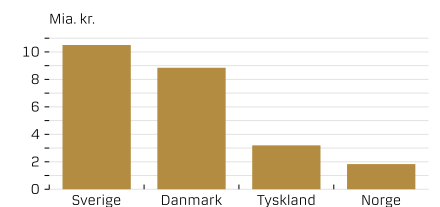


Note: Se tabel 3 for flere detaljer.

Kilde: Udbud.dk, Danske Bank

#### Den største værdi af direkte tildelinger går til udlandet, men danske virksomheders andel er større end ved tildelinger

Værdi af direkte tildelinger fordelt på lande



Note: Se tabel 3 for flere detaljer.

Kilde: Udbud.dk, Danske Bank

forpligtelser for 23 milliarder kroner fra udenlandske leverandører til danske virksomheder. Aftalerne er ikke offentligt tilgængelige men vil ofte strække sig over adskillige år. **Disse aftaler giver altså økonomisk aktivitet i Danmark, selvom det er en udenlandsk virksomhed, der vinder et udbud eller får en direkte tildeling i vores data.**

### Begrænset effekt på makroplan men høj for enkelte virksomheder

Gennemgangen af forswarets indkøb viser, at oprustningen på makroøkonomisk plan ikke rykker det helt store ved dansk økonomi, men dog ikke er helt uvæsentlig. **De samlede indkøb fra danske virksomheder på 22 mia. kr. i perioden 1. november 2023 til 9. april 2026 svarer til cirka 0,25% af nominelt BNP.** Dog produceres og leveres varerne og tjenesterne oftest ikke samtidigt med offentliggørelsen af indkøbet. **For de enkelte virksomheder, der sælger til Forsvaret kan effekten omvendt være meget stor.** Det store antal mindre indkøb hos danske virksomheder fra mange forskellige brancher viser også, at man som dansk virksomhed med fordel kan følge med i Forsvarets udbud på [udbud.dk](http://udbud.dk) eller i FMI's Anskaffelsesplan, selvom man ikke ser sig som en traditionel forsvarsvirksomhed.

### Hvor er USA?

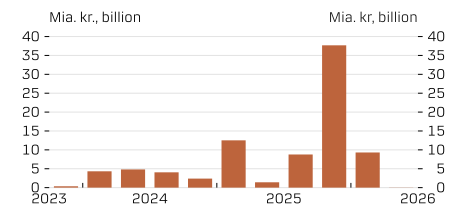
I vores data står indkøb fra amerikanske virksomheder kun til cirka seks milliarder kroner i tildelinger og direkte tildelinger samlet set. Til sammenligning kostede den seneste afskaffelse af 16 F-35 kampfly i alt 29 milliarder kroner. Da omsætningen fra salg af forsvarsudstyr i det amerikanske forsvarsselskab Lockheed Martin i 2024 var lige så stor som de seks største europæiske forsvarsvirksomheders til sammen burde man forvente, at en større andel af de danske forsvarsindkøb gik til amerikanske virksomheder. **Den offentligt tilgængelige data fra udbud.dk, som vi bruger, har dog ikke alle indkøb med og det tyder på, at især de amerikanske indkøb ikke er offentliggjort.** Forsvaret kan nemlig indkøbe forsvarsudstyr uden at offentliggøre information om købet for at beskytte sine "væsentlige sikkerhedsinteresser" i særlige omstændigheder under EU-traktatens artikel 346. Samme procedure er også brugt ved nogle indkøb fra Israel, tyder tallene på.

### Appendiks: Metode og tabeller

Vi har indsamlet data fra [udbud.dk](http://udbud.dk), som giver overblik over danske myndigheders indkøb. Vi har valgt indkøb, hvor ordregiveren er "Forsvaret og Forsvarsministeriets styrelser", hvilket hovedsagelige er indkøb fra Forsvarsministeriets materiel- og indkøbsstyrelse (FMI) men også et mindre antal indkøb fra Etablissement- og Terrænkommendoen (ETK). Data er indsamlet ved at hente oplysninger fra de enkelte udbud via [udbud.dk](http://udbud.dk) og herefter udtrække de relevante oplysninger fra teksten, som derefter er behandlet. Det skal bemærkes, at [udbud.dk](http://udbud.dk) ikke er en klassisk database i SQL-format og derfor er databehandlingen mere kompliceret, da den laves ud fra tekstfiler, hvilket øger usikkerheden i vores analyse. Vi ser kun på afsluttede udbud, hvor der er fundet mindst én vinder. Er der ikke fundet en vinder eller er der ikke offentliggjort, hvem der har vundet udbuddet, tæller vi det ikke med. Er der flere vindere, tæller vi kun den først oplyste med. Der er en del udbud, som kommer ind ad flere omgange på [udbud.dk](http://udbud.dk), hvis der ikke er fundet en vinder i første omgang, hvis der laves ændringer til kontrakten, eller hvis den også fremgår som EU-udbud. Disse

### Forsvarets indkøb accelererede i 2025

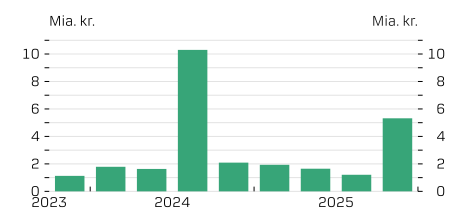
Værdi af tildelinger



Kilde: Udbud.dk, Danske Bank

### Direkte tildelinger påvirkes af enkelte meget store indkøb

Værdi af direkte tildelinger



Note: Indkøb i 2024Q3 er primært 115 CV90 kampvogne for 9,8 mia. kr. fra Sverige (BAE Systems Hägglunds AB). Indkøb i 2025Q4 er primært kontrakt om opførelse af kassernebygninger for 3,4 mia. kr. med PensionDanark

Kilde: Udbud.dk, Danske Bank

udbud tæller vi kun med én gang så vidt muligt. Vi tæller ligeledes heller ikke forhåndsmeddelelser eller markedsdialoger med. For enkelte udbud er der offentliggjort en vinder, men ikke en værdi. Disse tæller vi stadig med men værdien er sat til 1 krone. Vi har så vidt muligt opgjort virksomhederne efter det land, som moderselskabet er registreret i. Dermed udgår vi så vidt muligt den bias, som ligger i, at flere udenlandske selskaber har et mindre datterselskab eller et kontor i Danmark. Endeligt skal det bemærkes, at datoen for offentliggørelsen af indkøbet er den eneste dato, som vi kan trække ud. Denne dato vil i langt de fleste tilfælde ikke være det samme som, hvornår varen eller tjenesteydelsen leveres.

Tabel 1: Oversigt over "tildelinger" fordelt på lande i perioden 1. november 2023 til 9. april 2026

| Landefordeling         | Antal      | Værdi (mio. DKK) | % af total | Gns. værdi (mio. DKK) |
|------------------------|------------|------------------|------------|-----------------------|
| Tyskland               | 19         | 25.173           | 29,4%      | 1.325                 |
| Sverige                | 13         | 16.807           | 19,6%      | 1.293                 |
| Danmark                | 168        | 13.056           | 15,2%      | 78                    |
| Frankrig               | 5          | 12.140           | 14,2%      | 2.428                 |
| Norge                  | 12         | 6.104            | 7,1%       | 509                   |
| USA                    | 15         | 5.222            | 6,1%       | 348                   |
| Tjekkiet               | 2          | 1.685            | 2,0%       | 843                   |
| Nederlandene           | 4          | 1.492            | 1,7%       | 373                   |
| Det Forenede Kongerige | 7          | 1.365            | 1,6%       | 195                   |
| Schweiz                | 4          | 912              | 1,1%       | 228                   |
| Canada                 | 1          | 438              | 0,5%       | 438                   |
| Spanien                | 3          | 352              | 0,4%       | 117                   |
| Estland                | 2          | 304              | 0,4%       | 152                   |
| Luxembourg             | 3          | 188              | 0,2%       | 63                    |
| Litauen                | 1          | 170              | 0,2%       | 170                   |
| Østrig                 | 6          | 113              | 0,1%       | 19                    |
| Grækenland             | 2          | 41               | 0,0%       | 20                    |
| Belgien                | 1          | 30               | 0,0%       | 30                    |
| Portugal               | 1          | 28               | 0,0%       | 28                    |
| Finland                | 1          | 25               | 0,0%       | 25                    |
| Øvrige                 | 1          | 17               | 0,0%       | 17                    |
| Letland                | 1          | 11               | 0,0%       | 11                    |
| Italien                | 1          | 0                | 0,0%       | 0                     |
| <b>Total</b>           | <b>273</b> | <b>85.673</b>    | <b>1</b>   | <b>8.708</b>          |

Kilde: Udbud.dk, Danske Bank

Tabel 2: Oversigt over " tildelinger" fordelt på CPV-brancher i perioden 1. november 2023 til 9. april 2026

|   | Værdi (mio. DKK) | % af total  |
|---|------------------|-------------|
| Sikkerheds-, brandbekæmpelses, politi- og forsvarsudstyr                                  | 61.465           | 71,7%       |
| Reparations- og vedligeholdelsestjenester   | 10.089           | 11,8%       |
| Transportudstyr og transporthjælpemidler  | 7.457            | 8,7%        |
| Transporttjenester (ikke affaldstransport)  | 1.510            | 1,8%        |
| Radio-, fjernsyns-, kommunikations- og telekommunikationsudstyr og beslægtet udstyr       | 1.506            | 1,8%        |
| It-tjenester: rådgivning, programmeludvikling, internet og support                        | 757              | 0,9%        |
| Mineralolieprodukter, brændselsstoffer, elektricitet og andre energikilder                | 409              | 0,5%        |
| Post- og telekommunikationstjenester  | 360              | 0,4%        |
| Beklædningsartikler, fodtøj, bagageartikler og tilbehør                                   | 305              | 0,4%        |
| Offentlig administration, forsvar og socialsikring  | 248              | 0,3%        |
| Andre kollektive, sociale og personlige tjenesteydelser                                   | 244              | 0,3%        |
| Arkitekt-, konstruktions-, ingeniør- og inspektionsvirksomhed                             | 181              | 0,2%        |
| Byggekonstruktioner og -materialer; andre byggevarer (undtagen elapparatur)               | 158              | 0,2%        |
| Maskiner til minedrift, stenbrydning samt bygge- og anlæg                                 | 144              | 0,2%        |
| Industrimaskiner  | 130              | 0,2%        |
| Landbrugsmaskiner   | 109              | 0,1%        |
| Uddannelse og undervisning  | 84               | 0,1%        |
| Forretningstjenesteydelser: forskrifter, markedsføring, rådgivning, rekruttering og tryk  | 82               | 0,1%        |
| Inventar (inkl. kontorinventar), boligudstyr, husholdningsapparater (ekskl. belysning)    | 62               | 0,1%        |
| Kontor- og edb-maskiner, -udstyr og -artikler, herunder ikke møbler og softwarepakker     | 53               | 0,1%        |
| Tjenesteydelser i forbindelse med spildevand, affald, rengøring og miljøbeskyttelse       | 52               | 0,1%        |
| Fødevarer, drikkevarer, tobak og beslægtede produkter                                     | 50               | 0,1%        |
| Laboratorieudstyr, optisk udstyr og præcisionsudstyr (ikke briller)                       | 48               | 0,1%        |
| Elektriske maskiner, apparatur, udstyr og forbrugsartikler; belysning                     | 35               | 0,0%        |
| Bygge- og anlægsarbejder  | 34               | 0,0%        |
| Medicinsk udstyr, lægemidler og produkter til personlig pleje                             | 32               | 0,0%        |
| Musikinstrumenter, sportsvarer, spil, legetøj, kunsthåndværks- og kunstnerartikler, tilbe | 29               | 0,0%        |
| Hjælpevirksomhed i forbindelse med transport; rejsebureauvirksomhed                       | 24               | 0,0%        |
| Tryksager og beslægtede produkter   | 6                | 0,0%        |
| Sundhedsvæsen og sociale foranstaltninger   | 6                | 0,0%        |
| Programpakker og informationssystemer   | 4                | 0,0%        |
| Forlystelser, kultur og sport   | 2                | 0,0%        |
| <b>Total</b>  | <b>85.673</b>    | <b>100%</b> |

Kilde: Udbud.dk, Danske Bank

Tabel 3: Oversigt over "direkte tildelinger" fordelt på lande i perioden 1. november 2023 til 9. april 2026

| Land           | Antal | Værdi (mio. DKK) | % af total    | Gns. værdi (mio. DKK) |              |
|----------------|-------|------------------|---------------|-----------------------|--------------|
| Sverige        |       | 8                | 10.503        | 37,6%                 | 1.312,9      |
| Danmark        |       | 59               | 8.847         | 31,7%                 | 149,9        |
| Tyskland       |       | 12               | 3.197         | 11,4%                 | 266,4        |
| Norge          |       | 6                | 1.833         | 6,6%                  | 305,4        |
| Storbritannien |       | 5                | 1.476         | 5,3%                  | 295,3        |
| Schweiz        |       | 3                | 910           | 3,3%                  | 303,3        |
| USA            |       | 11               | 802           | 2,9%                  | 72,9         |
| Spanien        |       | 2                | 232           | 0,8%                  | 116,0        |
| Nederlandene   |       | 3                | 70            | 0,3%                  | 23,3         |
| New Zealand    |       | 1                | 30            | 0,1%                  | 30,0         |
| Luxembourg     |       | 2                | 20            | 0,1%                  | 10,0         |
| Øvrige         |       | 1                | 17            | 0,1%                  | 17,0         |
| Belgien        |       | 2                | 3             | 0,0%                  | 1,4          |
| Frankrig       |       | 3                | 2             | 0,0%                  | 0,7          |
| Østrig         |       | 2                | 2             | 0,0%                  | 1,0          |
| Litauen        |       | 1                | -             | 0,0%                  | -            |
| <b>Total</b>   |       | <b>121</b>       | <b>27.943</b> | <b>100%</b>           | <b>2.876</b> |

Kilde: Udbud.dk, Danske Bank

Tabel 4: Oversigt over "direkte tildelinger" fordelt på CPV-brancher i perioden 1. november 2023 til 9. april 2026

|  | Værdi (mio. DKK) | % af total  |
|--|------------------|-------------|
| Sikkerheds-, brandbekæmpelses, politi- og forsvarsudstyr                                     | 15.464           | 55,3%       |
| Reparations- og vedligeholdelsestjenester  | 5.286            | 18,9%       |
| Bygge- og anlægsarbejder   | 3.387            | 12,1%       |
| Transportudstyr og transporthjælpemidler   | 1.726            | 6,2%        |
| Post- og telekommunikationstjenester   | 710              | 2,5%        |
| Offentlig administration, forsvar og socialsikring   | 281              | 1,0%        |
| Radio-, fjernsyns-, kommunikations- og telekommunikationsudstyr og beslægtet udstyr          | 273              | 1,0%        |
| It-tjenester: rådgivning, programmeludvikling, internet og support                           | 252              | 0,9%        |
| Byggekonstruktioner og -materialer; andre byggevarer (undtagen elapparatur)                  | 125              | 0,4%        |
| Arkitekt-, konstruktions-, ingeniør- og inspektionsvirksomhed                                | 120              | 0,4%        |
| Laboratorieudstyr, optisk udstyr og præcisionsudstyr (ikke briller)                          | 117              | 0,4%        |
| Maskiner til minedrift, stenbrydning samt bygge- og anlæg                                    | 55               | 0,2%        |
| Programpakker og informationssystemer  | 52               | 0,2%        |
| Musikinstrumenter, sportsvarer, spil, legetøj, kunsthåndværks- og kunstnerartikler, tilbehør | 35               | 0,1%        |
| Inventar (inkl. kontorinventar), boligudstyr, husholdningsapparater (ekskl. belysning)       | 20               | 0,1%        |
| Hjælpevirksomhed i forbindelse med transport; rejsebureauvirksomhed                          | 14               | 0,1%        |
| Uddannelse og undervisning   | 14               | 0,0%        |
| Tryksager og beslægtede produkter  | 6                | 0,0%        |
| Tjenesteydelser i forbindelse med spildevand, affald, rengøring og miljøbeskyttelse          | 6                | 0,0%        |
| Forlystelser, kultur og sport  | 2                | 0,0%        |
| <b>Total</b>   | <b>27.943</b>    | <b>100%</b> |

Kilde: Udbud.dk, Danske Bank

## Disclosures

This research report has been prepared by Danske Bank A/S ('Danske Bank'). The author of this research report is Rune Thyge Johansen, Senior Analyst, Sofie Grundvad Pedersen, Assistant Analyst, August Hylgaard, Analyst.

### Analyst certification

Each research analyst responsible for the content of this research report certifies that the views expressed in the research report accurately reflect the research analyst's personal view about the financial instruments and issuers covered by the research report. Each responsible research analyst further certifies that no part of the compensation of the research analyst was, is or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations expressed in the research report.

### Regulation

Danske Bank is authorised and regulated by the Danish Financial Services Authority (Finanstilsynet). Danske Bank is authorised by the Prudential Regulation Authority in the UK. Subject to regulation by the Financial Conduct Authority and limited regulation by the Prudential Regulation Authority. Details about the extent of our regulation by the Prudential Regulation Authority are available from us on request.

Danske Bank's research reports are prepared in accordance with the recommendations of Capital Market Denmark.

### Conflicts of interest

Danske Bank has established procedures to prevent conflicts of interest and to ensure the provision of high-quality research based on research objectivity and independence. These procedures are documented in Danske Bank's research policies. Employees within Danske Bank's Research Departments have been instructed that any request that might impair the objectivity and independence of research shall be referred to Research Management and the Compliance Department. Danske Bank's Research Departments are organised independently from, and do not report to, other business areas within Danske Bank.

Research analysts are remunerated in part based on the overall profitability of Danske Bank, which includes investment banking revenues, but do not receive bonuses or other remuneration linked to specific corporate finance or debt capital transactions.

### Financial models and/or methodology used in this research report

Calculations and presentations in this research report are based on standard econometric tools and methodology as well as publicly available statistics for each individual security, issuer and/or country. Documentation can be obtained from the authors on request.

### Risk warning

Major risks connected with recommendations or opinions in this research report, including as sensitivity analysis of relevant assumptions, are stated throughout the text.

### Expected updates

Ad hoc

### Date of first publication

See the front page of this research report for the date of first publication.

## General disclaimer

This research has been prepared by Danske Bank A/S. It is provided for informational purposes only and should not be considered investment, legal or tax advice. It does not constitute or form part of, and shall under no circumstances be considered as, an offer to sell or a solicitation of an offer to purchase or sell any relevant financial instruments (i.e. financial instruments mentioned herein or other financial instruments of any issuer mentioned herein and/or options, warrants, rights or other interests with respect to any such financial instruments) ('Relevant Financial Instruments').

This research report has been prepared independently and solely on the basis of publicly available information that Danske Bank A/S considers to be reliable but Danske Bank A/S has not independently verified the contents hereof. While reasonable care has been taken to ensure that its contents are not untrue or misleading, no representation or warranty, express or implied, is made as to, and no reliance should be placed on, the fairness, accuracy, completeness or reasonableness of the information, opinions and projections contained in this research report and Danske Bank A/S, its affiliates and subsidiaries accept no liability whatsoever for any direct or consequential loss, including without limitation any loss of profits, arising from reliance on this research report.

The opinions expressed herein are the opinions of the research analysts and reflect their opinion as of the date hereof. These opinions are subject to change and Danske Bank A/S does not undertake to notify any recipient of this research report of any such change nor of any other changes related to the information provided in this research report.

This research report is not intended for, and may not be redistributed to, retail customers in the United Kingdom (see separate disclaimer below) and retail customers in the European Economic Area as defined by Directive 2014/65/EU.

This research report is protected by copyright and is intended solely for the designated addressee. It may not be reproduced or distributed, in whole or in part, by any recipient for any purpose without Danske Bank A/S's prior written consent.

## Disclaimer related to distribution in the United States

This research report was created by Danske Bank A/S and is distributed in the United States by Danske Markets Inc., a U.S. registered broker-dealer and subsidiary of Danske Bank A/S, pursuant to SEC Rule 15a-6 and related interpretations issued by the U.S. Securities and Exchange Commission. The research report is intended for distribution in the United States solely to 'U.S. institutional investors' as defined in SEC Rule 15a-6. Danske Markets Inc. accepts responsibility for this research report in connection with distribution in the United States solely to 'U.S. institutional investors'.

Danske Bank A/S is not subject to U.S. rules with regard to the preparation of research reports and the independence of research analysts. In addition, the research analysts of Danske Bank A/S who have prepared this research report are not registered or qualified as research analysts with the New York Stock Exchange or Financial Industry Regulatory Authority but satisfy the applicable requirements of a non-U.S. jurisdiction.

Any U.S. investor recipient of this research report who wishes to purchase or sell any Relevant Financial Instrument may do so only by contacting Danske Markets Inc. directly and should be aware that investing in non-U.S. financial instruments may entail certain risks. Financial instruments of non-U.S. issuers may not be registered with the U.S. Securities and Exchange Commission and may not be subject to the reporting and auditing standards of the U.S. Securities and Exchange Commission.

## Disclaimer related to distribution in the United Kingdom

In the United Kingdom, this document is for distribution only to (I) persons who have professional experience in matters relating to investments falling within article 19(5) of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (the 'Order'); (II) high net worth entities falling within article 49(2)(a) to (d) of the Order; or (III) persons who are an elective professional client or a per se professional client under Chapter 3 of the FCA Conduct of Business Sourcebook (all such persons together being referred to as 'Relevant Persons'). In the United Kingdom, this document is directed only at Relevant Persons, and other persons should not act or rely on this document or any of its contents.

## Disclaimer related to distribution in the European Economic Area

This document is being distributed to and is directed only at persons in member states of the European Economic Area ('EEA') who are 'Qualified Investors' within the meaning of Article 2(e) of the Prospectus Regulation (Regulation (EU) 2017/1129) ('Qualified Investors'). Any person in the EEA who receives this document will be deemed to have represented and agreed that it is a Qualified Investor. Any such recipient will also be deemed to have represented and agreed that it has not received this document on behalf of persons in the EEA other than Qualified Investors or persons in the UK and member states (where equivalent legislation exists) for whom the investor has authority to make decisions on a wholly discretionary basis. Danske Bank A/S will rely on the truth and accuracy of the foregoing representations and agreements. Any person in the EEA who is not a Qualified Investor should not act or rely on this document or any of its contents.

Report completed: 11 May 2026 at 15:00 CET

Report disseminated: 12 May 2026 at 08:00 CET