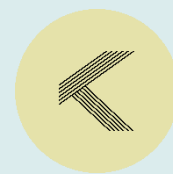


Argo Defence Group

Rustad för tillväxt



2026-08-20

Vi inleder bevakning på Argo Defence, en snabbväxande och lönsam försvarskoncern med verksamhet inom försvarsmateriel, explosiv riskhantering och flygfältslösningar. Bolaget utvecklar och levererar både standardiserade och kundanpassade produkter, system, lösningar och tjänster till kunder inom militärt försvar, civil beredskap och säkerhetskritisk infrastruktur. Verksamheten bedrivs genom sex dotterbolag i Sverige och Ukraina och är organiserad inom affärsområdena Defence Materiel, Counter-Explosive Risk Solutions och Airfield Operations.

Specialistkompetens inom offentliga upphandlingar

Argo Defence har lång erfarenhet av offentliga upphandlingar och har historiskt vunnit omkring 40 % av de upphandlingar bolaget deltagit i. Den höga träffsäkerheten speglar bolagets förmåga att identifiera attraktiva affärsmöjligheter och konkurrera framgångsrikt om tekniskt komplexa upphandlingar. Kunderna utgörs främst av Försvarsmakten, FMV och andra myndigheter med höga krav på leveransförmåga, referensprojekt och upphandlingskompetens. Vi anser därmed att bolaget har en stark position inom sin nisch på den svenska försvarsmarknaden, där know-how, långvariga kundrelationer och höga inträdesbarriärer begränsar konkurrensen från nya aktörer. Argo Defence har nu vuxit till en storlek som möjliggör deltagande i större och mer komplexa upphandlingar, vilket stärker de långsiktiga tillväxtutsikterna. Vi bedömer därför att bolaget är väl positionerat för att fortsätta ta del av de långsiktigt ökande försvarsinvesteringarna.

Ramavtal och orderstock skapar god visibilitet

Vid utgången av det andra kvartalet 2026 uppgick Argo Defence aktiva ramavtalsportfölj till cirka 867 MSEK, varav cirka 564 MSEK återstod att avropa. Orderstocken uppgick samtidigt till 69,7 MSEK, efter en hög leveransaktivitet under det andra kvartalet. Orderstocken består enligt bolaget till övervägande del av planerade leveranser till det svenska försvaret inom Defence Materiel under Q3 och Q4 2026. Parallellt har bolaget flera anbud under utvärdering där besked väntas under hösten. Ramavtalsportföljen och orderstocken är fortsatt koncentrerade till Defence Materiel, vilket är bolagets största och mest lönsamma affärsområde. Vi bedömer att ramavtalsportföljen och orderstocken ger god visibilitet i den fortsatta tillväxten, även om den projektbaserade verksamheten innebär att intäkter kan variera tydligt mellan enskilda kvartal.

Outlook

Argo Defence är en nybildad koncern, men flera av dotterbolagen har lång operativ historik och etablerade kundrelationer. Historiken visar att verksamheten kan skalas upp snabbt i samband med större upphandlingar och ökade leveransvolymerna, vilket ger en stabil grund för fortsatt expansion. Vi bedömer att bolagets ramavtalsportfölj, befintliga orderstock, fortsatta anbudsaktivitet och goda hit-rate skapar förutsättningar för fortsatt tillväxt under de kommande åren. Affärsmodellen innebär dessutom att leveransvolymerna kan öka utan motsvarande investeringar i egen produktionskapacitet. Vi betraktar därför bolagets långsiktiga mål om en organisk tillväxt över 20 % och en EBITDA-marginal över 15 % som rimliga riktpunkter. Utvecklingen bör dock utvärderas över längre tidsperioder, då leveranstidpunkter, projektmix samt variationer i frakt- och inköpskostnader kan skapa betydande svängningar i både tillväxt och lönsamhet mellan enskilda kvartal och år. Aktien handlas till 9,4x/7,6x EV/EBITA på våra estimat för 2026E/2027E, vilket innebär en rabatt mot jämförelsebolag. Vi ser förutsättningar för en succesiv omvärdering av aktien om bolaget fortsätter att expandera ramavtalsportföljen, konvertera denna till order och leveranser samt uppvisar en uthålligt god lönsamhet. Vårt motiverade värde för 2027E uppgår till 21,9 SEK per aktie, motsvarande en uppsida på 63,3 %.

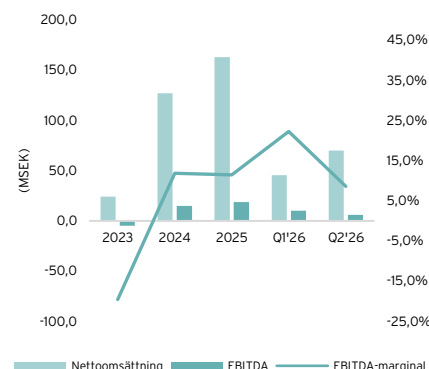
(MSEK)	2023*	2024*	2025*	2026E	2027E
Nettoomsättning	24,1	127,0	163,0	231,9	279,0
Tillväxt y-o-y	n/a	427,4%	28,4%	42,3%	20,3%
Bruttoresultat	9,2	22,2	34,9	85,1	104,9
Bruttomarginal	38,2%	17,5%	21,4%	36,7%	37,6%
Rörelsekostnader	-21,2	-20,8	-23,2	-53,0	-64,4
Tillväxt y-o-y	n/a	-1,9%	11,4%	128,6%	21,6%
EBITDA	-4,7	15,0	18,7	34,1	42,5
EBITDA-marginal	-19,6%	11,8%	11,5%	14,7%	15,2%
Tillväxt y-o-y	n/a	n/a	24,4%	82,7%	24,6%
Materiella avskriv.	n/a	n/a	n/a	-1,9	-2,4
EBITA	n/a	n/a	n/a	32,2	40,1
EBITA-marginal	n/a	n/a	n/a	13,9%	14,4%
Tillväxt y-o-y	n/a	n/a	n/a	n/a	24,6%
EV/EBITA	n/a	n/a	n/a	9,4	7,6

*Proformaredovisning

Fakta

VD	Marcus Selme
Lista	NGM
Ticker	ARGO
Aktiekurs (SEK)	13,4
Antal aktier (Miljoner)	21,0
Börsvärde (MSEK)	281,1
Nettoskuld (MSEK)	21,7
EV (MSEK)	302,8
Insideräggande	52,5%
Nästa rapport	2026-11-12

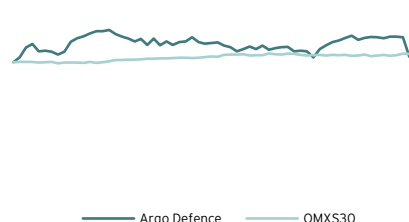
Finansiell historik



Analytiker

Pontus Fredriksson
pontus@kalqyl.se

Kursutveckling 12 månader



Kursutveckling %	1 m	3 m	YTD
Argo Defence	-14,8	-17,2	-18,0

Investeringscase

1. Försvarsupprustning driver efterfrågan

Den säkerhetspolitiska utvecklingen i Europa har lett till kraftigt ökade investeringar inom försvarssektorn, där både Sverige och övriga NATO-länder planerar för successivt högre försvarsbudgetar under många år framöver. Vi bedömer att denna utveckling skapar goda förutsättningar för Argo Defence att fortsätta växa organiskt genom ökad efterfrågan inom bolagets samtliga affärsområden.

2. Ramavtal och orderstock ger god intäktsvisibilitet

Argo Defence har byggt upp en betydande ramavtalsportfölj och orderstock med svenska myndigheter. Parallellt har bolaget flera upphandlingar under utvärdering med förväntade besked inom snar framtid, vilket indikerar fortsatt god aktivitet och potential för nya affärer framöver. Vi bedömer att ramavtalsportföljen, orderstocken och marknadsutvecklingen skapar god visibilitet i framtida intäkter och ger bolaget en stabil grund för fortsatt expansion.

3. Hög hit-rate visar styrkan i upphandlingskompetensen

Argo Defence har lång erfarenhet och kompetens inom offentliga upphandlingar och har historiskt vunnit omkring 40 % av de upphandlingar bolaget deltagit i. Den höga träffsäkerheten speglar bolagets förmåga att identifiera attraktiva affärsmöjligheter och konkurrera framgångsrikt om komplexa kontrakt. Referensprojekt, processkunskap och erfarenhet skapar enligt vår bedömning höga inträdesbarriärer och stärker sannolikheten att vinna nya kontrakt.

4. Tillgångslätt affärsmodell möjliggör hög leveranskapacitet

Argo Defence har en tillgångslätt affärsmodell där en stor del av produktutvecklingen och produktionen sker genom externa leverantörer och partners. Det gör att bolaget kan hantera ökade leveransvolymerna utan motsvarande investeringar i egen produktionskapacitet eller organisation. Vi bedömer att affärsmodellen skapar förutsättningar för attraktiv lönsamhet över tid, men att marginalutvecklingen kommer att påverkas av leveranstidpunkter, projektmix och prissättning.

5. Förvärv kan accelerera den långsiktiga tillväxten

Bolaget har en tydlig ambition att komplettera den organiska tillväxten med selektiva förvärv inom närliggande verksamhetsområden. Vi bedömer att förvärv är attraktivt för att bredda erbjudandet, tillföra ny kompetens till bolaget, skapa korsförsäljningsmöjligheter och ytterligare stärka marknadspositionen.

6. Låg värdering ger potential för omvärdering

Argo Defence handlas till en rabatt mot både vår motiverade värdering och etablerade jämförelsebolag. Vi bedömer att aktien successivt kan närma sig vårt motiverade värde i takt med att bolaget fortsätter expandera ramavtalsportföljen, konvertera denna till order och leveranser samt uppvisar en uthålligt god lönsamhet.

Motargument

1. Försvarsbudgetar är politiskt drivna

Den långsiktiga efterfrågan för Argo Defence är nära kopplad till politiska beslut och offentliga försvarsbudgetar. Om säkerhetsläget förändras, försvarsbudgetarna prioriteras ned av framtida regeringar eller om investeringar senareläggs kan tillväxtpotentialerna bli lägre än våra prognoser.

2. Ramavtal garanterar inte avrop

Ramavtal anger vanligtvis de volymer som avses avropas under avtalsperioden och innebär inte garanterade intäkter, även om Försvarsmakten och FMV tenderar att avropa hela volymen. Om avropen blir lägre än väntat eller förskjuts i tiden kan både omsättning och resultat utvecklas svagare än våra estimat.

3. Konkurrensen kan öka över tid

I de upphandlingar där Argo Defence deltar lämnas vanligtvis mellan två och sju anbud, men enligt bolaget diskvalificeras ofta flera aktörer på grund av bristande erfarenhet och referenser. Den starka marknadstillväxten kan locka fler aktörer till segmentet och leda till ökad prispress och lägre marginaler.

4. Projektverksamhet kan ge volatil lönsamhet

Argo Defence verkar på en marknad med långa upphandlingsprocesser och där leveranstidpunkter kan variera mellan kvartal och år. Förseningar i upphandlingar, förändrade prioriteringar hos kunder eller senarelagda leveranser kan därför leda till variationer i omsättning och resultat.

5. Integrations- och kapitalallokeringsrisk

Förvärv innebär alltid integrationsrisker. Det finns också en osäkerhet kopplat till vilka multiplar bolaget kan genomföra framtida förvärv till, givet de höga värderingarna inom sektorn. Det återstår därför för bolaget att bevisa att det kan fortsätta allokera kapital på ett disciplinerat och värdeskapande sätt.

6. Bolaget måste bevisa affärsmodellen

Argo Defence Group bildades i maj 2025 och noterades på Nordic SME i december samma år. Rabatten speglar delvis bolagets storlek och begränsade historik som noterad koncern och den högre riskprofilen. Rabatten kan bestå om bolaget misslyckas med att omsätta ramavtalsportföljen i lönsam tillväxt.

Innehållsförteckning

Investeringscase.....	2
Motargument.....	2
Innehållsförteckning.....	3
Kort om bolaget – snabbväxande och lönsam försvarskoncern.....	4
Historik – från konsultverksamhet till försvarskoncern	4
Nybildad koncern med etablerade verksamheter	5
Affärsområden med exponering mot flera delar av försvars- och säkerhetsmarknaden	5
Finansiell historik – hög tillväxt och förbättrad lönsamhet även före koncernbildningen.....	6
Skalbar affärsmodell driver marginalexpansion	6
Historisk utveckling för dotterbolagen.....	7
Den största försvarsupprustningen på flera decennier driver efterfrågan	8
Sverige genomför historiska försvarsinvesteringar	8
Argo Defence är en etablerad leverantör till försvars- och säkerhetssektorn.....	8
Omfattande ramavtalsportfölj skapar god intäktsvisibilitet	9
Ramavtalsportfölj om 867 MSEK	9
Orderstock om 144 MSEK ger kortsiktig visibilitet	9
Hög hit-rate visar styrkan i upphandlingskompetensen.....	10
Beprövad anbudsstrategi skapar inträdesbarriärer.....	10
Strategisk fokus på utvecklingsprojekt stärker marginalen	11
Tillgångslätt leverantörsnätverk möjliggör hög skalbarhet	11
Successiv uppskalning mot större upphandlingar	11
Strategisk exponering mot Ukrainas återuppbyggnad utgör en tillväxtoption	12
Exponering mot ett långsiktigt återuppbyggnadsbehov.....	12
Etablerade kundrelationer skapar affärsmöjligheter	12
Förvärv breddar erbjudandet och stärker marknadspositionen	13
Förvärvet av Poseidon illustrerar förvärvsstrategin	13
Fragmenterad konkurrens med få kvalificerade aktörer	14
Upphandlingskompetens utgör en viktig konkurrensfördel.....	14
Storlek möjliggör deltagande i större upphandlingar	14
Finansiell ställning skapar handlingsutrymme.....	15
Finansiella mål	15
Styrelse.....	16
Ledning	17
Ägarbild	18
Lock up	18
Utestående optionsprogram	18
Främsta risker	19
Betydande värderingsrabatt mot peers	20
Estimat för 2026E.....	21
Estimat fram till 2027E.....	22
Motiverat värde i vårt huvudscenario.....	23
Disclaimer	24
Intressekonflikt	24

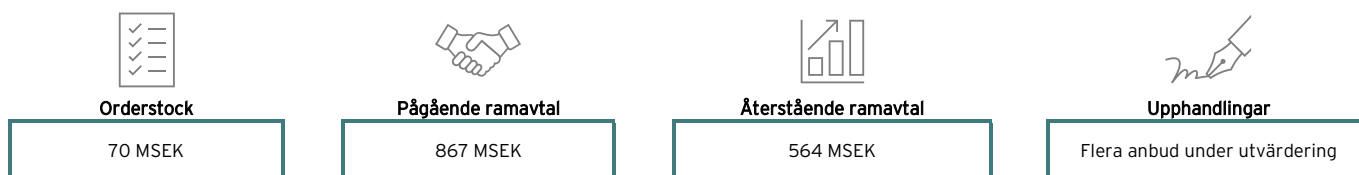
Kort om bolaget - snabbväxande och lönsam försvarskoncern

Argo Defence är en snabbväxande och lönsam försvarskoncern med verksamhet inom försvarsmateriel, explosiv riskhantering, dyksystem och flygfältslösningar. Bolaget utvecklar och levererar både standardiserade och kundanpassade produkter, system, lösningar och tjänster till kunder inom militärt försvar, civil beredskap och säkerhetskritisk infrastruktur. Verksamheten bedrivs genom sex dotterbolag i Sverige och Ukraina och är organiserad inom affärsområdena Defence Materiel, Counter-Explosive Risk Solutions och Airfield Operations.

Affärsmodellen är i stor utsträckning upphandlingsdriven och bygger på att identifiera, utvärdera, vinna och genomföra komplexa försvars- och säkerhetsrelaterade upphandlingar, främst mot Försvarsmakten, FMV och andra myndigheter inom försvar och civil beredskap. Försvarsupphandlingar kännetecknas ofta av omfattande kravspecifikationer, tekniska certifieringar och långa beslutsprocesser, vilket skapar inträdesbarriärer och ställer krav på erfarenhet och förmågan att hantera upphandlingsprocesser. Argo Defence har lång erfarenhet inom området och har etablerat en hög hit-rate i de upphandlingar bolaget väljer att delta i. När ramavtal väl har tilldelats sker avrop löpande över avtalsperioder som ofta sträcker sig över fyra år, vilket skapar god intäktsvisibilitet och en stabil grund för framtida tillväxt. Utöver den upphandlingsdrivna verksamheten genereras även en mindre del av omsättningen genom direktförsäljning och via återförsäljare.

En stor del av produktutvecklingen och tillverkningen sker genom externa leverantörer och partners, vilket gör att bolaget kan kombinera olika tekniker, komponenter och leverantörer till kundanpassade lösningar utifrån specifika behov och kravbilder. Bolaget är därmed inte bundet till ett begränsat antal egenutvecklade produkter för att kunna delta i specifika upphandlingar, utan kan agera flexibelt utifrån kundens behov och den tekniska kravspecifikationen i respektive projekt. Den tillgängslätta affärsmodellen medför begränsade investeringsbehov i egen produktionskapacitet eller organisation, då bolaget i huvudsak kan fokusera på upphandling, projektledning, systemintegration och kundanpassning. Detta skapar förutsättningar för skalbar tillväxt och en fortsatt attraktiv lönsamhet när leveransvolymerna ökar, även om omsättning och marginal kan variera beroende på leveranstidpunkter, projektmix och kostnadsutveckling.

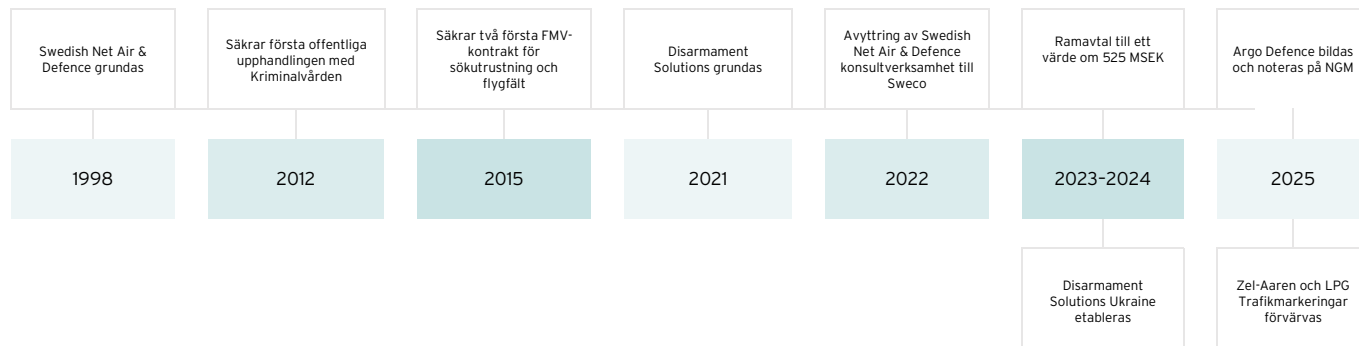
Argo Defence har pågående ramavtal till ett totalt värde om cirka 867 MSEK, varav cirka 564 MSEK återstår att avropa. Orderstocken uppgår till 69,7 MSEK och består till övervägande del av planerade leveranser under 2026. Parallellt har bolaget flera anbud under utvärdering där besked väntas under hösten. Vi bedömer att bolagets ramavtalsportfölj, befintliga orderstock, fortsatta anbudsaktivitet och historiska hit-rate i upphandlingar skapar goda förutsättningar för fortsatt tillväxt och lönsamhet under de kommande åren. Argo Defence har även en uttalad strategi att växa genom selektiva förvärv inom närliggande områden, vilket ytterligare kan stärka bolagets marknadsposition över tid. Vi bedömer dock att utvecklingen bör utvärderas över längre tidsperioder, då leveranstidpunkter, projektmix samt variationer i frakt- och inköpskostnader kan skapa betydande svängningar i både tillväxt och lönsamhet mellan enskilda kvartal och år.



Historik - från konsultverksamhet till försvarskoncern

Argo Defence har sin bakgrund i dotterbolaget Swedish Net Air & Defence, som grundades 1998 och under många år arbetade med konsultation och designprojekt kopplade till försvar- och säkerhetsrelaterad verksamhet. Under senare år renodlades verksamheten mot egna projekt inom försvars- och säkerhetsrelaterade upphandlingar samt materielleveranser till bland annat Försvarsmakten och FMV. De överskott som verksamheten genererade investerades därefter i nya etableringar och verksamheter inom närliggande försvarsområden. Omställningen började bära frukt under 2023-2024, då bolaget vann större upphandlingar och såg ökade materielleveranser i Sverige, vilket skapade ett behov av att stärka den finansiella ställningen för att kunna hantera större projekt och möjliggöra fortsatt expansion.

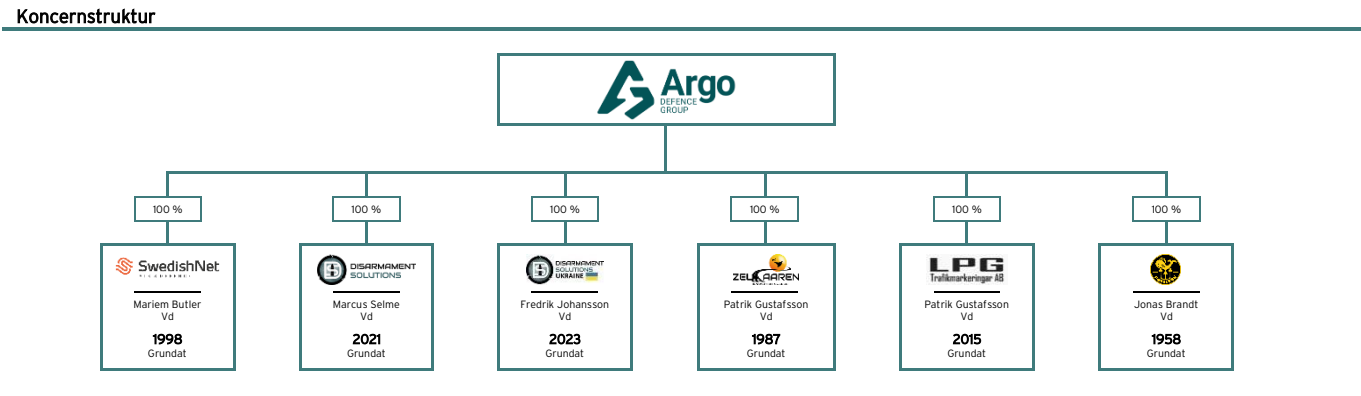
Argo Defence Group bildades därför i maj 2025 som en samlad koncernstruktur och noterades på Nordic SME i december samma år. I samband med noteringen genomfördes en kapitalanskaffning om cirka 70 MSEK med syftet att uppnå erforderlig ägarspridning inför noteringen, stärka rörelsekapitalet, finansiera förvärvsmöjligheter samt slutföra betalningar kopplade till tidigare förvärv.



Nybildad koncern med etablerade verksamheter

Argo Defence består av dotterbolagen Swedish Net Air & Defence, Disarmament Solutions, Disarmament Solutions Ukraine, Zel-Aaren Innovation, LPG Trafikmarkeringar och Poseidon Diving Group. Poseidon förvärvades under inledningen av 2026 och konsolideras i räkenskaperna från och med mars 2026. Argo Defence är en nybildad koncern, men flera av dotterbolagen har lång operativ historik, där delar av verksamheten kan spåras tillbaka till perioden 1950-1990-talet. Vi bedömer att detta är en viktig aspekt då verksamheten i stor utsträckning bygger på erfarenhet, relationer och specialistkompetens inom komplexa försvarsupphandlingar och säkerhetskritiska projekt.

Inom koncernen återfinns verksamheter med kompletterande kompetenser inom försvarsmateriel, explosiv riskhantering, dyksystem och flygfältsrelaterade lösningar. Det skapar förutsättningar för korsförsäljning, bredare deltagande i större och mer komplexa upphandlingar samt möjligheten att adressera en större del av den växande försvars- och säkerhetsmarknaden. Argo Defence ger exponering mot flera delar av försvars- och säkerhetssektorn, vilket minskar beroendet av enskilda projekt, kundsegment och geografiska marknader över tid.



Affärsområden med exponering mot flera delar av försvars- och säkerhetsmarknaden

Argo Defence bedriver verksamhet genom affärsområdena Defence Materiel, Counter-Explosive Risk Solutions och Airfield Operations. Affärsområdena skiljer sig åt vad gäller kunder, projektkaraktär och affärsmodell, men har en gemensam inriktning mot militärt försvar, civil beredskap och säkerhetskritisk infrastruktur. Defence Materiel bygger på offentliga upphandlingar och ramavtal, medan Counter-Explosive Risk Solutions och Airfield Operations kännetecknas av projektbaserade leveranser och direktförsäljning. Defence Materiel är det största och mest lönsamma affärsområdet samt står för huvuddelen av ramavtalsportföljen och orderstocken. Vi bedömer därför att utvecklingen inom affärsområdet kommer att vara den viktigaste drivkraften bakom Argo Defence omsättnings- och resultattillväxt under de kommande åren.

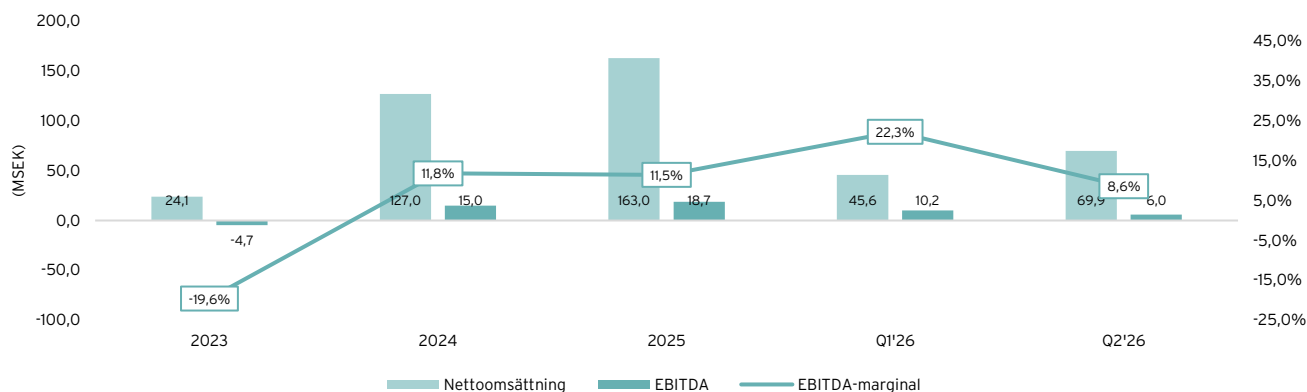
Argo Defence - Affärsområden			
	Defence Materiel	Counter-Explosive Risk Solutions	Airfield Operations
Verksamhet	Försvarsmateriel, utrustning, systemlösningar och tjänster till Försvarsmakten, FMV och MSB. Affärsområdet har tagit steget in i större och mer komplexa upphandlingar.	Minröjning för både land och vatten, explosiv riskhantering, dyk- och andningssystem och undervattensrelaterade säkerhetslösningar. Affärsområdet har stärkt sin position och successivt ökat närvaron i större upphandlingar.	Tekniska lösningar och tjänster för flygfältsrelaterad infrastruktur till civila och militära flygplatser. Affärsområdet präglas huvudsakligen av projektbaserade leveranser och upphandlingar.
Dotterbolag			
Exempel på produkter och tjänster	- EOD- och minröjningssystem - Medicinsk utrustning - Simuleringssystem för traumavård - Reservkraftsystem - Fraktcontainer och skyddsrum - Radiolänkantenner	- Heltäckande minröjningssystem - Destruktion av vapen och ammunition - Säkerhets- och riskbedömningar kopplade till explosiva hot - Risikanalyt och specialiserad utbildning - Donationsprogram - Avancerade dyk- och andningssystem	- Design och installation av markbelysning, instrumentlandningssystem, styr- och övervakningssystem, kraftförsörjning etc - Reparation och underhåll - Projektleddning, byggprojekt, markarbeten, elkraft och tekniska installationer - Gjutmassor och appliceringsmaskiner
Kunder			
Omsättning (Proforma 2025)	121,6 MSEK	20,9 MSEK	25,1 MSEK
EBITDA (Proforma 2025)	10,8 MSEK	1,6 MSEK	8,8 MSEK

Finansiell historik - hög tillväxt och förbättrad lönsamhet även före koncernbildningen

Argo Defence etablerades under 2025. Vi har därför valt att utgå från proformasiffror för att ge en mer rättvisande bild av verksamhetens historiska underliggande utveckling, exklusive engångskostnader relaterade till bland annat börsintroduktionen. Detta ger en bättre förståelse för den operativa utvecklingen och affärsmodellens skalbarhet över tid. Den historiska utvecklingen visar på en kraftig tillväxtresa under de senaste åren, där framför allt Swedish Net Air & Defence utvecklats till en etablerad leverantör till upphandlande myndigheter.

En betydande del av omsättningen genereras genom fleråriga ramavtal med Försvarsmakten och FMV. Ramavtalen anger vanligtvis de volymer som avses avropas under avtalsperioden, som ofta sträcker sig upp till fyra år. Beställningar sker därefter löpande utifrån kundens behov. Upplägget skapar god visibilitet kring framtida affärsvolymer och möjliggör en effektiv planering av produktion, lagerhållning och samordning med underleverantörer. Detta bidrar till leveranssäkerhet, kostnadskontroll och förutsättningar för en skalbar verksamhet.

Finansiell utveckling, helår

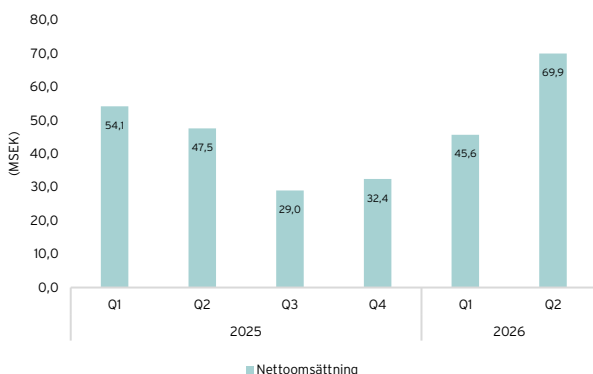


Tillgångslätt affärsmodell möjliggör snabb uppskalning

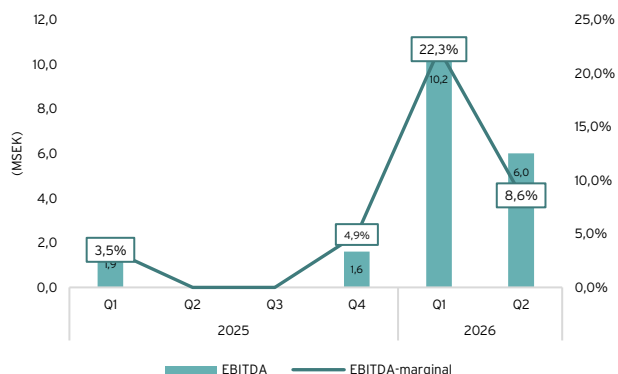
Den tillgångslätta affärsmodellen innebär att stora delar av produktutvecklingen och tillverkningen sker genom externa partners, vilket medför begränsade investeringsbehov i egen produktionskapacitet eller organisation. Modellen är kapitaleffektiv, även om beroendet av partners medför en förlust av viss operativ kontroll och att bruttomarginalen generellt blir lägre än i en fullt integrerad affärsmodell. Bruttomarginalen har dock stärkts över tid i takt med att bolaget ökat andelen egenutvecklade produkter och lösningar.

Den historiska utvecklingen visar att affärsmodellen möjliggör en snabb uppskalning i samband med större upphandlingar och ökade leveransvolymer. Detta blev särskilt tydligt under det andra kvartalet 2026, då nettoomsättningen ökade sekventiellt med drygt 50 % och bolaget hanterade femton parallella projektleveranser. Enligt bolaget kräver de befintliga ramavtalen endast begränsade investeringar i kostnadsbasen för att hantera högre volymer. Kvartalet visade samtidigt att marginalerna kan vara slagiga, då stigande fraktkostnader medförde en negativ resultateffekt om cirka 3 MSEK i ett större projekt, trots att den underliggande lönsamheten i projektportföljen enligt bolaget var i allt väsentligt oförändrad. Vi bedömer att affärsmodellen ger goda förutsättningar för attraktiv lönsamhet över tid, men att leveranstidpunkter, projektmix samt variationer i frakt- och inköpskostnader kan skapa betydande svängningar i både tillväxt och lönsamhet.

Nettoomsättning, kvartal



EBITDA, kvartal



Notera att Q2-Q3 inte redovisas till följd av begränsad tillgång till historisk proformadata på kvartalsbasis

Historisk utveckling för dotterbolagen

Sammanställningen nedan visar den historiska utvecklingen för de dotterbolag som ingår i Argo Defence. Siffrorna representerar inte historiska finansiella resultat för Argo Defence, eftersom koncernen bildades först under 2025. Redovisningen inkluderar inte heller eventuella synergier, integrationskostnader eller andra effekter kopplade till sammanslagningen av dotterbolagen. Trots dessa begränsningar ger sammanställningen en övergripande bild av de underliggande verksamheternas historiska utveckling.

Swedish Net Air & Defence utgör Argo Defence största rörelsedrivande dotterbolag och ger den mest representativa bilden av den underliggande historiska operativa utvecklingen. Bolaget har uppvisat en långsiktig tillväxt, där nettoomsättningen ökat från cirka 13,5 MSEK år 2010 till 103,9 MSEK år 2024, motsvarande en genomsnittlig CAGR om 15,7 %. Under de senaste åren har bolaget renodlat verksamheten mot offentliga försvarsupphandlingar, vilket varit en viktig drivkraft bakom den starka tillväxten. Utvecklingen har dock varierat kraftigt under perioden, vilket är naturligt i en projektbaserad verksamhet där tidpunkten för större leveranser kan ge betydande utslag mellan åren.

Historiken visar att de bolag som utgör Argo Defence består av flera etablerade verksamheter med en historik av tillväxt och lönsamhet. Utvecklingen har dock varierat kraftigt, vilket är en följd av de projektbaserade affärsmodeller som präglar en stor del av verksamheterna.

Dotterbolag, nettoomsättning

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Summa
Swedish Net Air & Defence	13,5	16,8	19,2	46,4	21,3	42,5	53,8	61,6	73,3	45,5	88,8	37,3	42,0	10,0	103,9	675,9
Disarmament Solutions	-	-	-	-	-	-	13,1	22,9	6,2	0,0	0,0	0,0	4,1	11,7	20,1	78,3
Disarmament Solutions Ukraine	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Zel-Aaren innovation	11,2	8,8	10,7	9,9	10,8	9,5	6,7	15,4	5,2	4,4	5,3	3,5	3,7	3,3	5,6	114,2
LPG Trafikmarkeringar	-	-	-	-	-	-	-	4,3	2,8	2,9	3,0	4,6	5,1	7,0	8,9	39,5
Poseidon Diving Group	26,1	28,0	39,3	31,2	40,8	39,7	29,0	26,3	26,7	30,2	27,0	29,2	41,7	30,3	36,6	482,0
Summa	50,8	53,7	69,2	87,6	72,8	91,7	102,6	130,5	114,1	83,0	124,1	74,6	96,5	62,4	175,1	

Källa: merinfo.se

Dotterbolag, nettoomsättningstillväxt

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	CAGR
Swedish Net Air & Defence	55,1%	24,8%	13,9%	142,3%	-54,2%	99,7%	26,6%	14,4%	19,1%	-37,9%	95,2%	-58,0%	12,4%	-76,2%	941,4%	15,7%
Disarmament Solutions	-	-	-	-	-	-	-	74,4%	-72,8%	-100,0%	-	-	-	189,7%	71,5%	5,5%
Disarmament Solutions Ukraine	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Zel-Aaren innovation	52,9%	-21,3%	21,5%	-7,6%	8,9%	-11,8%	-29,9%	131,6%	-66,6%	-13,9%	20,0%	-34,0%	5,5%	-10,5%	68,7%	-4,8%
LPG Trafikmarkeringar	-	-	-	-	-	-	-	-	-35,2%	4,3%	3,8%	53,5%	10,8%	38,3%	26,0%	11,0%
Poseidon Diving Group	-11,4%	7,3%	40,2%	-20,5%	30,6%	-2,7%	-27,0%	-9,2%	1,3%	13,3%	-10,6%	8,0%	42,9%	-27,3%	20,8%	2,4%
Summa tillväxt	11,7%	5,6%	28,9%	26,6%	-16,8%	25,9%	11,9%	27,2%	-12,6%	-27,3%	49,6%	-39,5%	29,2%	-35,7%	180,7%	

Källa: merinfo.se

Dotterbolag, EBITDA

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Summa
Swedish Net Air & Defence	1,1	0,9	1,4	2,1	-3,3	2,9	3,0	0,7	6,1	-1,1	5,3	-11,9	1,3	-6,1	8,1	10,4
Disarmament Solutions	-	-	-	-	-	-	0,2	0,1	0,4	0,0	-0,3	-0,1	0,1	0,4	2,4	3,2
Disarmament Solutions Ukraine	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Zel-Aaren innovation	7,0	3,7	4,5	4,1	4,5	3,7	2,5	6,0	1,8	1,4	1,2	0,1	0,4	-0,8	2,0	42,1
LPG Trafikmarkeringar	-	-	-	-	-	-	-	1,0	0,3	0,3	0,4	1,1	1,5	1,8	1,9	8,7
Poseidon Diving Group	-23,6	-31,9	-39,5	-19,6	-20,3	-14,8	-8,9	-8,0	-7,5	-2,0	-0,4	-2,1	1,7	-10,8	4,1	-135,4
Summa	-15,5	-27,3	-33,7	-13,4	-19,0	-8,2	-3,2	-0,3	1,1	-1,5	6,2	-13,0	5,1	-15,4	18,6	

Källa: merinfo.se

Dotterbolag, EBITDA-marginal

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Snitt
Swedish Net Air & Defence	8,3%	5,1%	7,0%	4,5%	-15,5%	6,8%	5,6%	1,1%	8,3%	-2,5%	6,0%	-31,9%	3,0%	-60,7%	7,8%	-3,1%
Disarmament Solutions	-	-	-	-	-	-	1,5%	0,2%	7,0%	-	-	-	3,5%	3,0%	12,1%	4,6%
Disarmament Solutions Ukraine	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Zel-Aaren innovation	62,6%	41,8%	42,0%	41,5%	41,9%	38,8%	37,0%	38,7%	34,0%	30,5%	23,3%	1,9%	10,4%	-23,1%	36,4%	30,5%
LPG Trafikmarkeringar	-	-	-	-	-	-	-	23,2%	11,1%	9,6%	11,9%	23,8%	28,6%	26,0%	21,5%	20,0%
Poseidon Diving Group	-90,5%	-113,6%	-100,5%	-62,9	-49,7%	-37,2%	-30,7%	-30,5%	-28,3%	-6,7%	-1,7%	-7,4%	4,1%	-35,7%	11,3%	-28,3%
Summa EBITDA-marginal	-30,5%	-50,9%	-48,7%	-15,3%	-26,1%	-8,9%	-3,1%	-0,2%	0,9%	-1,8%	5,0%	-17,4%	5,2%	-24,7%	10,6%	

Källa: merinfo.se

Den största försvarsupprustningen på flera decennier driver efterfrågan

Efter kalla krigets slut minskade många europeiska länder sina försvarsutgifter när det säkerhetspolitiska läget stabiliserades. Rysslands invasion av Ukraina 2022 förändrade dock förutsättningarna och har lett till den största europeiska försvarsupprustningen på flera decennier. Försvarsförmåga, civil beredskap och nationell säkerhet har återigen blivit högt prioriterade områden, vilket driver omfattande investeringar inom både militärt och civilt försvar. Argo Defence verkar därmed på en marknad med strukturell tillväxt och låg konjunkturskänslighet, där efterfrågan drivs av politiska beslut, försvarsbudgetar och långsiktiga investeringsprogram.

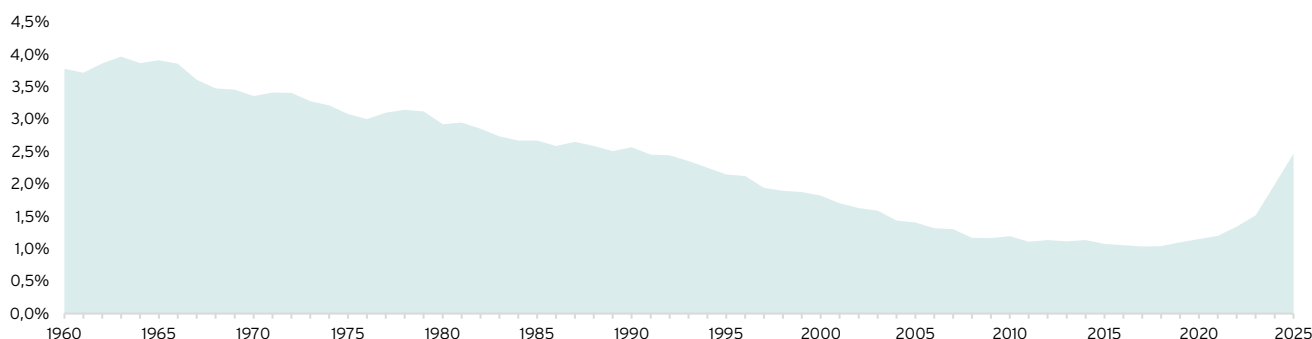
Vid NATO-toppmötet 2025 enades medlemsländerna om en ambition att senast 2035 avsätta motsvarande 5,0 % av BNP till försvars- och säkerhetsrelaterade investeringar, varav minst 3,5 % ska gå till det militära försvaret. Resterande 1,5 % ska allokeras till civilt försvar och säkerhetskritisk infrastruktur. Flera länder har redan annonserat satsningar för att möta de nya målsättningarna, vilket väntas leda till höga investeringar under de kommande åren inom bland annat materiel, logistik, infrastruktur, försörjningsberedskap och civil beredskap.

Sveriges medlemskap i Nato kräver därmed ökade försvarsanslag och investeringarna i den svenska försvarsindustrin. Enligt bolaget integreras dessutom leverantörer i NATO:s gemensamma upphandlingar och samarbeten, vilket skapar möjligheter att adressera en bredare marknad utanför Sverige. Vi bedömer att dessa faktorer skapar både kortsiktigt och långsiktigt attraktiva marknadsförutsättningar.

Sverige genomför historiska försvarsinvesteringar

Vi noterar att Sverige befinner sig mitt i den största försvarsupprustningen i modern tid, drivet av geopolitisk osäkerhet, NATO-medlemskapet och behovet av att återuppbygga försvarsförmågan efter flera decennier av begränsade investeringar. Utifrån aktuell BNP-prognos samt föreslagna och beräknade anslag i budgetpropositionen för 2026 bedöms Sveriges försvarsutgifter uppgå till cirka 2,8 % av BNP under 2026. Regeringen har även kommunicerat en målsättning att successivt öka försvarsutgifterna till 3,5 % av BNP senast 2030.

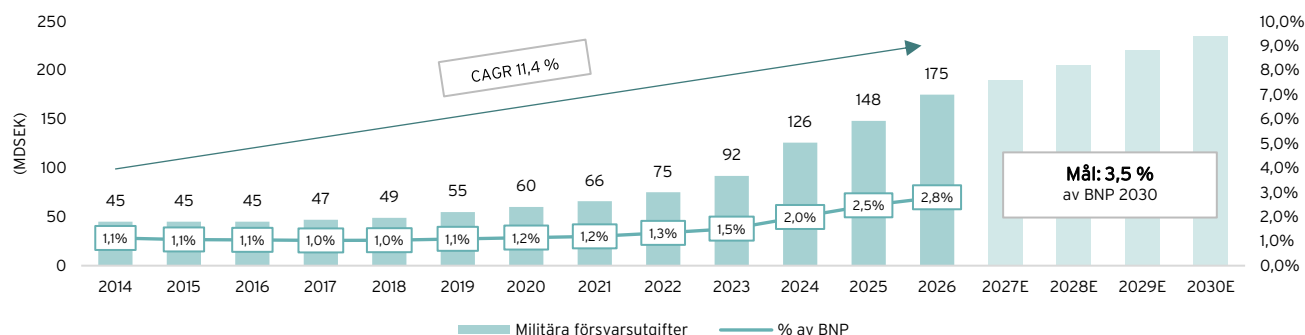
Sveriges försvarsutgifter, % av BNP



Argo Defence är en etablerad leverantör till försvars- och säkerhetssektorn

De ökade försvarsanslagen leder till omfattande investeringar från Försvarsmakten, FMV och andra myndigheter inom försvarsmateriel, utrustning, systemlösningar och olika typer av försvarstjänster. Försvarsinvesteringarna omfattar även försörjningsberedskap, energiförsörjning, reservkraft, skyddssystem och annan samhällskritisk infrastruktur kopplad till det civila försvaret. Vi anser att Argo Defence har etablerat en stark position inom sina nischer på den svenska försvarsmarknaden och bedömer att bolaget är väl positionerat för att dra nytta av marknadstillväxten genom etablerade kundrelationer, erfarenhet av komplexa upphandlingar och historiska hit-rate.

Kraftig ökning av Sveriges försvarsutgifter



Omfattande ramavtalsportfölj skapar god intäktsvisibilitet

En betydande del av Argo Defences försäljning genereras genom fleråriga ramavtal med Försvarsmakten, FMV och andra myndigheter inom försvar och civil beredskap. Ramavtalen reglerar de kommersiella villkoren och ger kunden möjlighet att avropa produkter och tjänster under en längre avtalsperiod, som ofta sträcker sig upp till fyra år. Enligt Argo Defence ger affärsmodellen en hög intäktsvisibilitet, vilket underlättar planeringen av inköp, produktion och leveranser samt skapar förutsättningar för långsiktiga kundrelationer och återkommande affärer. Den projektbaserade karaktären innebär å andra sidan att omsättning och lönsamhet kan variera kraftigt mellan enskilda kvartal och år beroende på tidpunkten för större leveranser och projektmixen. Vi ser dock dessa variationer som en naturlig del av affärsmodellen och bedömer att de inte förändrar den långsiktiga potentialen, givet en fortsatt stark underliggande efterfrågan.

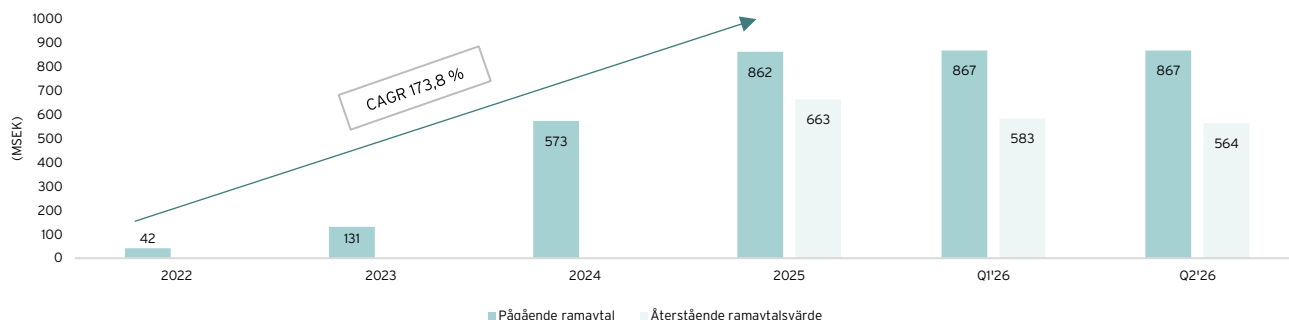
Ramavtalsportföljen och orderstocken består enligt bolaget till övervägande del av kontrakt och planerade leveranser till det svenska försvaret inom affärsområdet Defence Materiel, vilket är Argo Defence största och mest lönsamma affärsområde. Vi bedömer därför att den framtida tillväxten i stor utsträckning kommer att drivas av den mest etablerade och lönsamma delen av verksamheten.

Ramavtalsportfölj om 867 MSEK ger långsiktig visibilitet

Vid utgången av det andra kvartalet 2026 uppgick Argo Defences aktiva ramavtalsportfölj till cirka 867 MSEK, varav cirka 564 MSEK återstod att avropa. Det visar den betydande affärspotential som redan etablerats genom befintliga kundrelationer och vunna upphandlingar. Det återstående ramavtalsvärdet ska dock inte likställas med en garanterad orderstock, eftersom avrop sker successivt utifrån kundernas behov under avtalsperioden. Ramavtalen visar däremot att Argo Defence redan kvalificerat sig som leverantör i ett stort antal strategiskt viktiga upphandlingar och projekt, vilket ger bolaget en stark position för framtida leveranser.

Bolaget bedömer att omkring 70 % av det återstående ramavtalsvärdet kommer att omsättas till intäkter över tid. Bedömningen baseras på historiska utfall samt att flera av avtalen redan kommit långt i sin livscykel, där produkter utvecklats, kvalificerats och successivt börjat levereras. Då ramavtalen normalt löper över fyra år och många av dem fortfarande har omkring två till tre år kvar av avtalsperioden, förväntar vi oss att huvuddelen av de återstående avropen kommer att ske under perioden 2026-2029, med tyngdpunkt på 2026 och 2027. Historiken är dock begränsad och fler rapporterade kvartal kommer att ge ett bättre underlag för att analysera utvecklingen över tid.

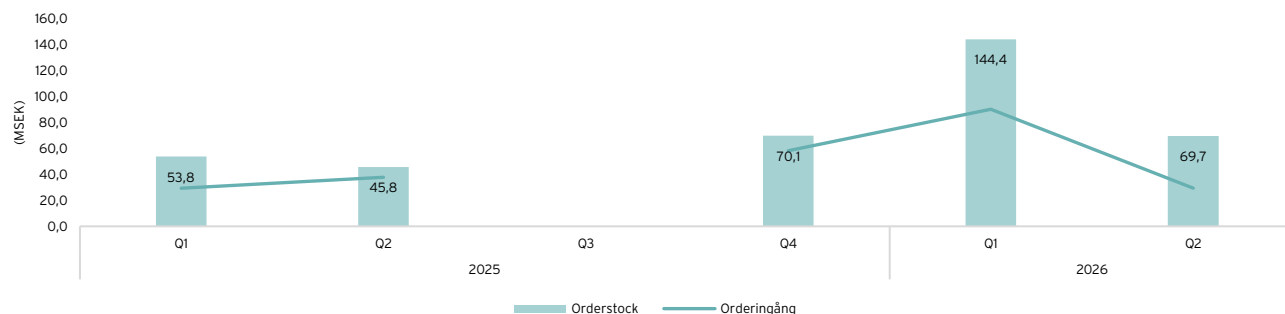
Pågående ramavtal, historisk utveckling



Orderstock om 70 MSEK inför H2 2026

Orderstocken uppgick vid samma tidpunkt till 69,7 MSEK. Nedgången speglar framför allt den höga leveransaktiviteten under det andra kvartalet. Orderstocken består enligt bolaget till övervägande del av planerade leveranser till det svenska försvaret inom Defence Materiel under Q3 och Q4 2026. Vi bedömer att orderstocken fortsatt ger god kortsiktig intäktsvisibilitet, men den snabba konverteringen till försäljning innebär att ett fortsatt orderinflöde från ramavtalsportföljen blir viktigt för att upprätthålla den höga tillväxten in i 2027.

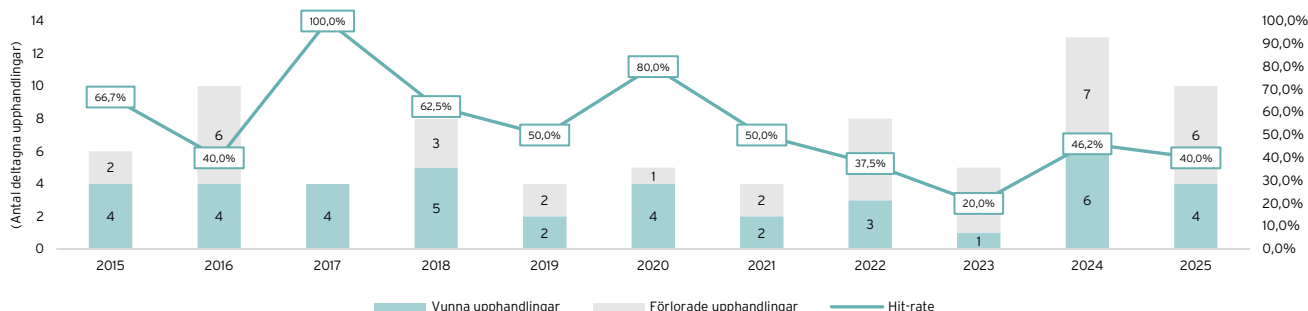
Orderstock och ordergång, kvartal



Hög hit-rate visar styrkan i upphandlingskompetensen

Försvarsupphandlingar kännetecknas av omfattande kravspecifikationer, tekniska certifieringar och långa beslutsprocesser. Det ställer höga krav på både erfarenhet och förmågan att hantera komplexa anbudsprocesser. Argo Defence har under många år byggt upp kompetens inom området och har historiskt vunnit omkring 40 % av de upphandlingar bolaget deltagit i. Vi anser att den höga träffsäkerheten speglar bolagets förmåga att identifiera attraktiva affärsmöjligheter och konkurrera framgångsrikt om tekniskt komplexa upphandlingar.

Hit-rate, historiskt utveckling



Selektiv anbudsstrategi driver hög träffsäkerhet

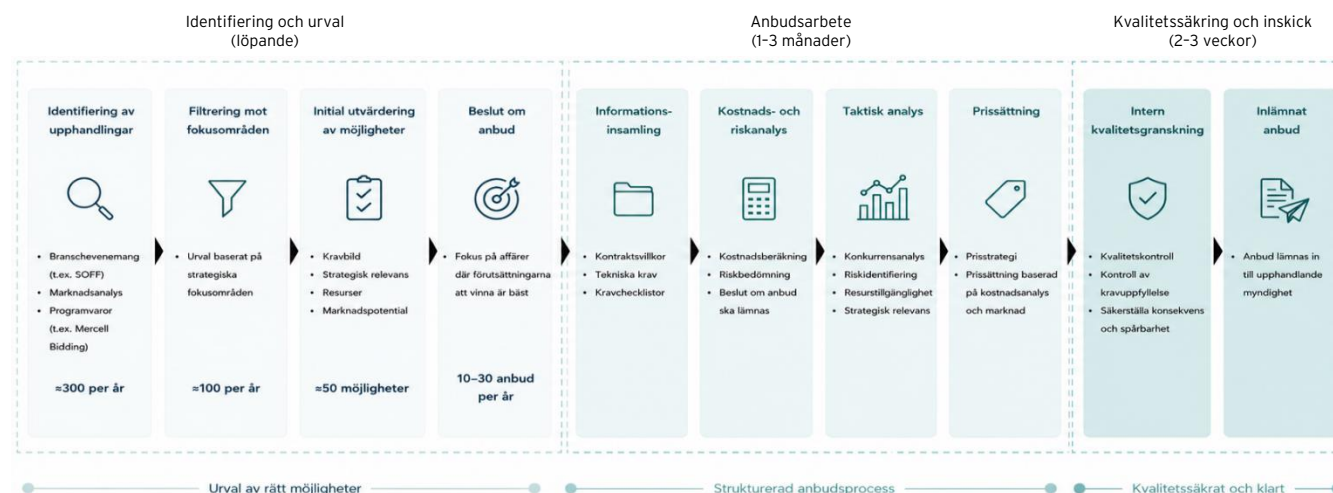
En viktig förklaring till den höga träffsäkerheten är Argo Defences selektiva anbudsstrategi och fokus på utvecklingsprojekt. Bolaget uppger att det genomförs omkring 300 försvarsrelaterade upphandlingar av relevant storlek i Sverige varje år, varav cirka 100 ligger inom bolagets fokusområden. Med nuvarande organisation har Argo Defence kapacitet att aktivt utvärdera omkring 50 möjligheter och lämnar slutligen anbud i cirka 10-30 upphandlingar per år. Resurserna koncentreras därmed till de affärer där sannolikheten att vinna bedöms vara högst.

Enligt Argo Defence arbetar bolaget strukturerat med att identifiera och utvärdera nya affärsmöjligheter genom branschevenemang, marknadsanalys och programvaror. Urvalsprocessen kompletteras av en strukturerad anbudsprocess där varje upphandling analyseras utifrån kravbild, konkurrens, prissättning, resurser och strategisk relevans innan beslut fattas om att lämna anbud. Därefter genomgår samtliga anbud en intern kvalitetsgranskning för att säkerställa hög kvalitet och minimera risken för fel som kan leda till diskvalificering.

Argo Defence lämnar normalt anbud till fasta priser med viss indexreglering för utvalda kostnadskomponenter. Bolaget har därmed redan vid kontraktstilldelningen en relativt god uppfattning av lönsamheten i respektive projekt, även om marginalnivån kan skilja sig mellan olika projekt. Vi bedömer därför att lönsamheten är relativt förutsägbar på projektnivå, medan den samlade marginalen kan variera betydligt mellan enskilda kvartal och år beroende på projektmix och tidpunkten för större leveranser.

Varje vunnen upphandling och genomförd leverans stärker Argo Defences referensportfölj, vilket är särskilt viktigt då offentliga upphandlingar ofta ställer krav på leveransförmåga och tidigare genomförda projekt. Bolaget har genom befintliga ramavtal redan genomgått omfattande kvalificeringsprocesser och etablerat sig som en godkänd leverantör. Vi bedömer att bolagets selektiva anbudsstrategi, upphandlingskompetens och referensportfölj stärker förutsättningarna att vinna framtida upphandlingar.

Argo Defence anbudsprocess - från identifiering till inskickat anbud



Strategiskt fokus på utvecklingsprojekt skapar inträdesbarriärer

Argo Defence deltar i ett brett spektrum av försvarsrelaterade upphandlingar, från standardiserade materielleveranser till mer avancerade utvecklingsprojekt. Detta skapar en mer diversifierad kontraktstportfölj med exponering mot flera olika typer av projekt. Gemensamt för upphandlingarna är att de ställer höga krav på dokumentation, teknisk kompetens och projektledning och löper vanligtvis över en avtalsperiod om fyra år. Den underliggande upphandlings- och anbudsprocessen är dessutom i stor utsträckning densamma.

Under de senaste åren har bolaget ökat sitt fokus på utvecklingsprojekt, där produkter och system utvecklas i nära samarbete med kunden och ett nätverk av leverantörer. Projekten delfinansieras vanligtvis av kunden, exempelvis FMV eller motsvarande myndigheter, och omfattar utveckling, prototyptillverkning, tester och kvalitetssäkring innan leveranser påbörjas. Argo Defence finansierar delar av utvecklingsarbetet fram till leverans eller uppnådda milstolpar, vilket innebär längre ledtider och högre kapitalbindning än standardiserade materielleveranser.

Enligt bolaget utgör förmågan att genomföra tekniskt komplexa utvecklingsprojekt en viktig konkurrensfördel och en bidragande förklaring till den höga historiska träffsäkerheten i offentliga upphandlingar. Vi bedömer att denna inriktning är strategiskt viktig, då projekten generellt kännetecknas av högre inträdesbarriärer, större tekniskt innehåll och högre marginalpotential. Utvecklingsprojekten bygger dessutom upp värdefull know-how och immateriella tillgångar som kan återanvändas i framtida projekt. Det innebär att liknande lösningar kan erbjudas till andra kunder och NATO-länder med motsvarande behov, vilket ökar den långsiktiga avkastningen på genomförda investeringar.

Två typer av försvarsupphandlingar



Standardprojekt

Bygger på etablerade produkter som anpassas efter kundens kravspecifikation. Projekten kännetecknas av kortare ledtider (3-4 månader från tilldelning till leverans), låg kapitalbindning och begränsad projektrisk. Projekten präglas av viss prispress men erbjuder generellt attraktiva marginaler och stabila kassaflöden.



Utvecklingsprojekt

Innebär att nya produkter utvecklas tillsammans med kund och leverantörer genom prototyper, tester och kvalificering. Projekten har längre ledtider (6-18 månader från utveckling till leverans) och högre risk, men skapar högre inträdesbarriärer och erbjuder en högre marginalpotential samt möjlighet till framtida exportaffärer.

Tillgångslätt leverantörsnätverk möjliggör hög skalbarhet

Argo Defence samarbetar med ett brett nätverk av leverantörer som ansvarar för stora delar av produktionen, komponenttillverkningen och delar av utvecklingsarbetet. Den tillgångslätta affärsmodellen innebär att bolaget kan fokusera på sina kärnkompetenser inom upphandling, projektledning, systemintegration och kundanpassning, medan leverantörerna bidrar med kompetens och produktionskapacitet.

Samarbetet skapar fördelar för båda parter. Leverantörerna kan fokusera på sin kärnverksamhet och nyttja sin produktionskapacitet utan att själva behöva hantera de omfattande processer som försvarsupphandlingar innebär. För Argo Defence innebär affärsmodellen att leveransvolymerna kan skalas upp genom det befintliga leverantörsnätverket utan motsvarande investeringar i egen produktionskapacitet. Vi bedömer att affärsmodellen erbjuder god skalbarhet och begränsar behovet av kapitalinvesteringar. Enligt bolaget är merparten av de komponenter och leveranser som krävs för den befintliga orderstocken redan säkrade, vilket minskar risken för leveransstörningar.

Successiv uppskalning mot större upphandlingar

Historiskt har Argo Defence varit begränsade i möjligheten att konkurrera om de största försvarsupphandlingarna, vilket delvis förklaras av storleksrelaterade kvalificeringskrav i vissa upphandlingar. Bolaget har nu överstigit 100 MSEK i årlig omsättning, vilket har förbättrat förutsättningarna att kvalificera sig för större ramavtal. Ett tydligt exempel är FMV:s containerramavtal med ett kontraktsvärde om 340 MSEK. Ramavtalet löper initialt över två år med möjlighet till förlängning upp till totalt fyra år. Argo Defence har hittills erhållit två avrop om totalt 95 MSEK inom avtalet. Den första leveransen genomfördes under det andra kvartalet 2026, vilket är ett viktigt operativt bevis på bolagets förmåga att genomföra ett projekt av denna storlek. Det andra avropet om 54 MSEK är planerat för leverans under Q3-Q4 2026. Vi bedömer att ramavtalet visar hur Argo Defence tagit steget från mindre materielleveranser till större och mer komplexa försvarsprojekt.

Utvecklingen stöds av Argo Defences tillgångslätta affärsmodell, där bolaget kan hantera större projekt utan motsvarande investeringar i egen produktionskapacitet. Bolaget uppger även att stora och små ramavtal i många fall kräver liknande administrativa resurser och efterlevnad, vilket gör skala till en strategisk fördel och att större kontraktsvolymer kan bidra till ökad skalbarhet.

Vi ser den successiva uppskalningen mot större upphandlingar och det ökade fokuset på utvecklingsprojekt som en av de viktigaste drivkrafterna bakom Argo Defences långsiktiga tillväxt. Varje genomfört projekt stärker bolagets referensportfölj, tekniska kompetens och kundrelationer, vilket förbättrar möjligheterna att vinna framtida upphandlingar med högre kontraktsvärden. Vi bedömer att detta skapar en positiv spiral där konkurrenskraften successivt stärks och förutsättningarna för fortsatt tillväxt och lönsamhet ökar över tid.

FMV:s containerramavtal - utveckling av avrop och återstående avtalsvärde

Milstolpe	Kvartal	Avrop (MSEK)	Planerad leverans	Ack. Avrop (MSEK)	Återstående värde (MSEK)	Utnyttjad andel
Ramavtal tilldelas	Q3'25	-	-	0	340	0 %
Första avrop	Q4'25	41	Levererad Q2'26	41	299	12 %
Andra avrop	Q2'26	54	Q3-Q4'26	95	245	28 %

Strategisk exponering mot Ukrainas återuppbyggnad utgör en tillväxtoption

Argo Defence har etablerat en strategisk närvaro i Ukraina genom affärsområdet Counter-Explosive Risk Solutions och dotterbolaget Disarmament Solutions Ukraine, som grundades 2023. Dotterbolaget erbjuder kundanpassade lösningar inom minröjning på land och i vatten, destruktion av ammunition och explosiva föremål samt säkerhets- och riskbedömningar kopplade till explosiva hot. Erbjudandet omfattar hela värdekedjan, från utbildning och rådgivning till utrustning, service och tekniskt stöd. Den lokala etableringen ger bolaget förutsättningar att arbeta nära kunderna, förstå de operativa behoven och delta i upphandlingar på den ukrainska marknaden.

Exponering mot ett långsiktigt återuppbyggnadsbehov

Behovet av minröjning och explosiv riskhantering har ökat kraftigt sedan Rysslands invasion av Ukraina och väntas kvarstå långt efter att de militära konflikterna upphört. Det krävs exempelvis omfattande röjning av minor, oexploderad ammunition och andra explosiva lämningar innan jordbruk, industri och annan civil infrastruktur kan återställas.

Enligt den fjärde *Rapid Damage and Needs Assessment (RDNA4)*, genomförd av Världsbanken, Ukrainas regering, Europeiska unionen och Förenta nationerna, uppskattas kostnaden för att röja de krigsdrabbade områdena i Ukraina till 34-37 miljarder USD, motsvarande cirka 360-400 MDSEK. Arbetet väntas pågå under flera decennier. Vi bedömer därför att marknaden för minröjning och explosiv riskhantering har goda förutsättningar att växa över tid, drivet av både militära investeringar och den omfattande återuppbyggnaden av landet.

Omfattande och långsiktigt behov av minröjning i Ukraina



Omfattande behov och höga kostnader

Ukrainas minröjningsbehov är enorma, där uppemot cirka 137 000 km² av Ukrainas territorium bedöms vara påverkat av minor och andra explosiva lämningar. Kostnaden för att genomföra en fullständig minröjning uppskattas till cirka 34-37 miljarder USD. Detta inkluderar behovet av tiotusentals utbildade specialister, vilket är långt fler än de som för närvarande finns tillgängliga.



Äterställande för ekonomisk återhämtning

Återställandet av jordbruksmark, handelsvägar, transportnätverk och dylikt skapar förutsättningar för investeringar och återuppbyggnad, vilket är en viktig förutsättning för ekonomisk återhämtning. Fallstudier från bland annat Afghanistan, Moçambique, Kroatien och Bosnien och Hercegovina visar att minröjning ger långsiktiga sociala och samhällsekonomiska effekter.



Bristande intern kapacitet

Arbetet försvåras av en fragmenterad styrning, inkonsekventa data, begränsad utbildningskapacitet och kvarstående säkerhetsrisker. Dessa faktorer bromsar minröjningen och bidrar till högre kostnader. Utan förbättrad samordning samt modernare utbildnings- och datasystem riskerar processen att dra ut på tiden och därmed begränsa Ukrainas långsiktiga återuppbyggnad.

Etablerade kundrelationer skapar affärsmöjligheter

Disarmament Solutions Ukraine har historiskt levererat produkter och tjänster till ukrainska myndigheter samt internationella organisationer såsom MCF. Kundbasen omfattar även FN-relaterade organisationer, såsom UNDP och UNOPS, och andra internationella biståndsaktörer. Utöver den kommersiella verksamheten driver bolaget även ett donationsprogram tillsammans med Ukrainas ambassad i Stockholm. Disarmament Solutions Ukraine har genom programmet levererat utbildning och utrustning till ett värde över 23 MSEK. Vi bedömer att initiativet ytterligare stärker bolagets lokala närvaro, relationer och förståelse för marknads behov.

Enligt Argo Defence har aktivitetsnivån på den ukrainska marknaden ökat under 2025 och antalet utestående anbud vuxit betydligt. Upphandlingarna finansieras ofta av den ukrainska staten, internationella biståndsorganisationer eller andra länder, vilket innebär att beslutsprocesserna kan vara utdragna och att det är osäkert när projekten når finansiering och tilldelas. Vi ser dock detta som en naturlig del av affärsmodellen. Försvars- och biståndsrelaterade upphandlingar kännetecknas generellt av långa ledtider, där affärer ofta bygger på flera års dialog och relationsbyggande. Enligt bolaget har flera av de projekt som genomförs idag sitt ursprung i kunddialoger som inleddes för ett till två år sedan. Vi bedömer därför att den växande anbudsportföljen utgör en intressant indikator på den långsiktiga tillväxtpotentialen.

Verksamheten i Ukraina är fortfarande liten i förhållande till koncernen och de långa beslutsprocesserna innebär att utvecklingen sannolikt kommer att vara volatil mellan enskilda kvartal. Vi betraktar därför den ukrainska verksamheten som en attraktiv långsiktig tillväxtoption, där den lokala etableringen, den växande anbudsportföljen och den strukturellt ökande efterfrågan skapar förutsättningar att successivt stärka positionen i takt med att återuppbyggnaden av Ukraina fortskrider och nya projekt tilldelas. Vi menar därför att Disarmament Solutions Ukraine har förutsättningar att bli en av vinnarna i den omfattande återuppbyggnaden av Ukraina när säkerhetsläget stabiliseras.

Växande anbudsportfölj indikerar långsiktig potential



Lokal etablering

Disarmament Solutions Ukraine har varit verksamt på den ukrainska marknaden sedan 2023



Kundrelationer

Relationer med ukrainska myndigheter, FN-relaterade organisationer och andra internationella aktörer



Växande anbudsportfölj

Ökad aktivitetsnivå under 2025 och ett betydligt fler utestående anbud från flera finansieringskällor



Finansiering & tilldelning

Upphandlingar finansieras av Ukraina, biståndsorganisationer eller andra länder och tilldelas efter utdragna processer



Projekt och leveranser

Tilldelade projekt omvandlas till leveranser och genererar intäkter över tid samt stärker positionen på marknaden

Förvärv breddar erbjudandet och stärker marknadspositionen

Argo Defence har som ambition att växa både organiskt och genom kompletterande förvärv. Bolaget betonar att den organiska tillväxten har högst prioritet, med fokus på att fortsätta vinna avtal mot det svenska försvaret samt etablera nya affärer på internationella marknader. Vi delar denna prioritering, då bolaget verkar på marknader med strukturell tillväxt och visat god förmåga att vinna komplexa upphandlingar. Vi ser därför förvärv som ett komplement till den organiska tillväxten för att stärka bolagets långsiktiga konkurrenskraft.

Förvärvsstrategin är selektiv och fokuserar på lönsamma bolag inom närliggande försvars- och säkerhetsområden som kan tillföra ny kompetens, bredda erbjudandet och öka möjligheterna att delta i större och mer komplexa upphandlingar. Vi bedömer att Argo Defence har förutsättningar att fortsätta konsolidera en fragmenterad marknad genom kompletterande förvärv. Många nischaktörer besitter specialistkompetens och etablerade kundrelationer, men saknar resurser att själva ta nästa steg. Dessa bolag kan dra nytta av gemensamma resurser, ett bredare kundnätverk och ökade möjligheter att delta i större upphandlingar.

Varje nytt förvärv bör därmed stärka Argo Defence samlade erbjudande och öka möjligheten att leverera fler egenutvecklade produkter, vilket över tid kan stärka marknadspositionen och skapa förutsättningar att vinna större och mer komplexa upphandlingar. Vår främsta osäkerhet gäller i stället vilka multiplar bolaget kan genomföra framtida förvärv till, givet de höga värderingarna inom sektorn. Det återstår därför för bolaget att bevisa att det kan allokera kapital på ett disciplinerat och värdeskapande sätt.

Förvärvsstrategi inom tre prioriterade områden

		
Egenutvecklade produkter	Tjänster och specialistkompetens	Agenturer och distribution
Förvärv av bolag med egenutvecklade produkter för kritiska tillämpningar stärker produktportföljen och ökar andelen egna erbjudanden. Det skapar möjligheter till högre marginaler, större kontroll över värdekedjan och ett bredare erbjudande mot både befintliga och nya kunder.	Förvärv av specialist- och konsultbolag tillför teknisk kompetens, nyckelpersonal och etablerade kundrelationer. Det stärker Argo Defences förmåga att leverera kompletta lösningar och ökar möjligheterna att delta i större och mer komplexa upphandlingar.	Förvärv av agenturer och distributörer breddar produktutbudet, stärker leverantörsrelationerna och skapar fler möjligheter till korsförsäljning. Det bidrar till en större geografisk räckvidd och förbättrade förutsättningar att vinna nya affärer.

Förvärvet av Poseidon illustrerar förvärvsstrategin

Förvärvet av Poseidon Diving Group under 2026 är ett tydligt exempel på förvärvsstrategin. Poseidon utvecklar och säljer avancerade dyk- och andningssystem för krävande miljöer och kompletterar affärsområdet Counter-Explosive Risk Solutions med mångårig kompetens inom undervattens teknik, kommersiell dykning och marina säkerhetstjänster. Förvärvet breddar erbjudandet och stärker Argo Defence position inom undervattensrelaterade projekt.

Historiskt har Poseidon främst levererat mindre volymer till civila kunder på ett stort antal marknader världen över. Argo Defence arbetar nu med att positionera verksamheten mot större militära upphandlingar, där bolagets upphandlingskompetens kan skapa nya affärsmöjligheter. Som en del av denna omställning utvecklar Poseidon en ny produktportfölj med dykssystem anpassade för militärt bruk. Enligt Argo Defence har satsningen redan genererat konkret intresse från svenska och internationella försvarskunder. Omställningen innebär att verksamheten på kort sikt kan präglas av längre ledtider och större variationer mellan enskilda kvartal innan de nya affärerna börjar omsättas i leveranser.

Poseidon omsatte 36,6 MSEK under 2024 med ett EBITDA-resultat om 4,1 MSEK, motsvarande en EBITDA-marginal om 11,3 %. Under 2025 ökade nettoomsättningen med 44 % till 52,8 MSEK och preliminärt EBITDA uppgick till 6,7 MSEK, motsvarande en EBITDA-marginal om 12,7 %. Köpeskillingen uppgick till cirka 56 MSEK på kassa- och skuldfri basis, varav 36 MSEK betalades kontant och 20 MSEK genom en riktad emission av aktier i Argo Defence. Det motsvarar en värdering om cirka 1,1x EV/Sales respektive 8,4x EV/EBITDA.

Vid förvärvstillfället bedömde Argo Defence att Poseidon skulle växa snabbare än bolagets långsiktiga organiska tillväxtmål på 20 % per år. Utvecklingen under 2026 har dock varit svagare än förväntat och Argo Defence betraktar året som ett omställningsår. Vi räknar därför med en lägre omsättning för Poseidon under 2026 jämfört med 2025, med hänsyn taget till att bolaget konsoliderades först från mars, och bedömer att den långsiktiga potentialen i högre grad ligger i omställningen mot större militära affärer från 2027 och framåt.

Förvärvet omfattar en prestationsbaserad tilläggsköpeskillning om maximalt 12 MSEK, kopplad till att Poseidon uppnår en nettoomsättning om 59-68 MSEK och en bruttomarginal om minst 50 % under 2026. Konstruktionen minskar risken i transaktionen genom att en del av köpeskillingen endast utbetalas om de finansiella målen uppnås. Givet vår prognos för Poseidon under 2026 räknar vi inte med att kriterierna för tilläggsköpeskillningen uppfylls och inkluderar därför ingen tilläggsköpeskillning i vår värdering.

Förvärv	År	Land	Köpeskillning (EV)	Omsättning	EBITDA	xSales	xEBITDA
Poseidon Diving Group	2026	Sverige	56,0	52,8	6,7	1,1	8,4
Snitt						1,1	8,4
Median						1,1	8,4

Fragmenterad konkurrens med få kvalificerade aktörer

Konkurrenssituationen inom Argo Defence största verksamhetsområde skiljer sig från många andra delar av försvarsindustrin. Enligt bolaget består marknaden av ett stort antal nischaktörer med specialistkompetens inom enskilda produkt- eller tjänsteområden. Trots detta är det relativt få företag som uppfyller de tekniska, administrativa och kommersiella krav som ställs i upphandlingar från exempelvis FMV. I de upphandlingar där Argo Defence deltar lämnas vanligtvis mellan två och sju anbud, men enligt bolaget diskvalificeras ofta flera aktörer innan den slutliga utvärderingen. En upphandling kräver bland annat förmågan att hantera flera hundra tekniska specifikationer, strukturera omfattande dokumentation korrekt och säkerställa att samtliga formella krav uppfylls. Vi bedömer därför att konkurrensen i första hand handlar om förmågan att kvalificera sig för upphandlingar snarare än att erbjuda det lägsta priset.

Upphandlingskompetens utgör en viktig konkurrensfördel

Argo Defence har sedan 2012 byggt upp en organisation med fokus på att identifiera, vinna och genomföra offentliga upphandlingar. Det skiljer bolaget från många större försvarsbolag, som i högre utsträckning fokuserar på produktutveckling och tillverkning. För att lyckas i FMV:s upphandlingar krävs vanligtvis en bevisad leveransförmåga, relevanta referensprojekt och god kännedom om myndighetens upphandlingsprocesser. Vi uppskattar att denna kompetens tar flera år att bygga upp, vilket skapar inträdesbarriärer för nya aktörer.

Enligt bolaget har många internationella aktörer svårt att uppfylla de krav som ställs i svenska upphandlingar, bland annat på grund av begränsad erfarenhet av FMV:s processer och avsaknad av relevanta lokala referenser. Argo Defence uppger därför att bolaget främst konkurrerar med privata svenska aktörer och att noterade konkurrenter förekommer sällan i de upphandlingar där bolaget deltar. Vi bedömer att Argo Defence upphandlingskompetens, referensportfölj och långvariga erfarenhet utgör bolagets främsta konkurrensfördelar.

Vi bedömer samtidigt att samma faktorer begränsar möjligheterna att snabbt etablera den upphandlingsdrivna affärsmodellen på nya geografiska marknader. Offentliga upphandlingar skiljer sig mellan olika länder och bygger ofta på lokala regelverk, referensprojekt och etablerade kundrelationer. Vi förväntar oss därför att den internationella expansionen sker successivt och med stöd av lokala partners. Enligt Argo Defence har Defence Materiel inlett en internationell expansion inom specialanpassade containerlösningar och radiolänkantenner, driven av efterfrågan från försvarsmakter i Tyskland och norra Europa. Expansionen genomförs inom befintlig organisation och tillsammans med lokala partners, vilket begränsar det initiala kostnadsbehovet. Vi ser satsningen som en intressant långsiktig tillväxtmöjlighet, men bedömer att det fortfarande återstår att bevisa att bolagets framgångsrika svenska upphandlingsmodell kan replikeras internationellt.

Storlek möjliggör deltagande i större upphandlingar

Vi bedömer att Argo Defences konkurrenskraft successivt stärks i takt med att verksamheten växer, då en högre omsättning, fler genomförda projekt och en bredare referensportfölj förbättrar möjligheterna att kvalificera sig för större ramavtal och mer komplexa upphandlingar. Detta skapar en positiv spiral där vunna kontrakt genererar nya referenser, vilket i sin tur ökar sannolikheten att vinna ännu större affärer. Vi bedömer därför att affärsmodellen präglas av skalfördelar, där ökad storlek successivt stärker bolagets konkurrensposition.

Vi räknar dock med att konkurrensen ökar i takt med att den starka marknadstillväxten attraherar fler aktörer. På sikt kan detta innebära ökad prispress och lägre marginaler i vissa upphandlingar. För att bibehålla sin konkurrenskraft och lönsamhet blir det därför viktigt att Argo Defence fortsätter att expandera ramavtalsportföljen, fylla på orderstocken och upprätthålla en hög träffsäkerhet i lönsamma upphandlingar.

Illustrativt exempel på en upphandling

Deltagare	Storlekskrav (omsättning, soliditet m.m.)	Tekniska krav och dokumentation (referenser, konstruktion, teknisk lösning m.m.)	Resultat	Leverantörsberoende
Argo Defence	✓	✓	Vunnen upphandling	✓
Konkurrent 1	✓	✓	Förlorade (pris)	✓
Konkurrent 2	✓	✗	Diskvalificerad	✓
Konkurrent 3	✓	✗	Diskvalificerad	–
Konkurrent 4	✓	✗	Diskvalificerad	–
Konkurrent 5	✓	✗	Diskvalificerad	–
Konkurrent 6	✓	✗	Diskvalificerad	✓

* Illustrativ sammanställning baserad på bolagets beskrivning av hur en typisk upphandling kan se ut. Enligt bolaget deltar normalt 2-7 aktörer i en upphandling, där en majoritet diskvalificeras innan slutlig utvärdering

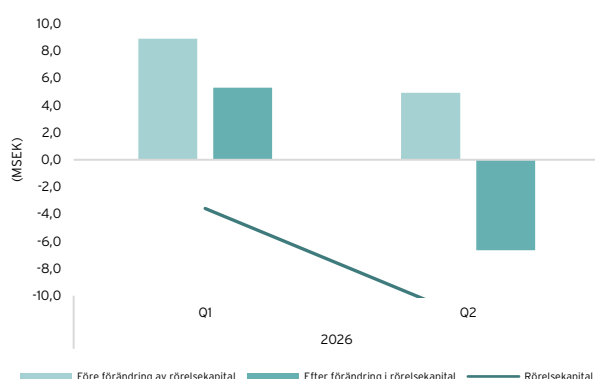
Finansiell ställning skapar fortsatt handlingsutrymme

Argo Defence hade vid utgången av det andra kvartalet en nettoskuld om cirka 21,7 MSEK. Kassaflödet har under året belastats av utbetalningar relaterade till förvärvet av Poseidon samt en ökad kapitalbindning i rörelsekapitalet. Rörelsekapitaleffekten förklaras framför allt av ökade kundfordringar och upplupna intäkter till följd av hög leverans- och faktureringsaktivitet under den senare delen av kvartalet.

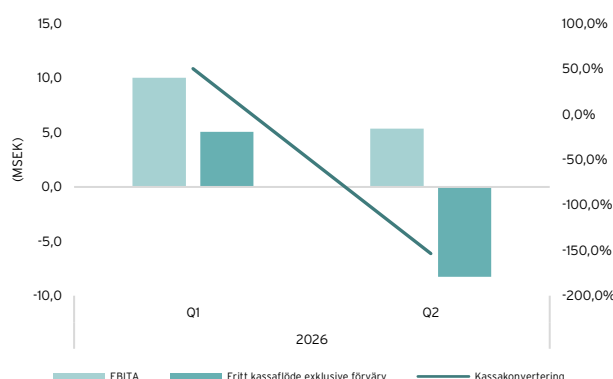
Utvecklingen tydliggör den kapitalbindning som följer av Argo Defences projektbaserade affärsmodell. Bolaget behöver periodvis finansiera inköp, lager och projektgenomförande innan betalning erhålls, vilket leder till att upparbetade intäkter kan redovisas före fakturering. Rörelsekapitalet kan därför variera betydligt mellan enskilda kvartal. Vi ser dock inte detta som ett tecken på strukturellt svag kassagenerering, men utvecklingen tydliggör att tillväxten kräver rörelsekapital och att kassakonverteringen kan vara volatil.

Vid utgången av det andra kvartalet uppgick likvida medel till 9,8 MSEK. Bolaget hade även 14,8 MSEK i outnyttjad checkräkningskredit, vilket tillsammans med kassan gav en tillgänglig likviditet om cirka 24,6 MSEK. Bolaget bedömer att detta är tillräckligt för de planerade åtagandena under 2026. Vi bedömer därför att den finansiella ställningen fortsatt ger utrymme att genomföra den organiska tillväxtstrategin, men utvecklingen belyser vikten av att upprätthålla en god likviditet när leveransvolymerna växer.

Kassaflöde från den löpande verksamheten, kvartal



Fritt kassaflöde exklusive förvärv, kvartal



Finansiella mål

Argo Defence har som finansiellt mål att uppnå en organisk nettoomsättningstillväxt om över 20 % per år över en konjunkturcykel. Den organiska tillväxten ska enligt bolaget främst drivas av ökade avrop från befintliga ramavtal, nya upphandlingar mot Försvarsmakten och FMV samt en växande internationell närvaro, där verksamheten i Ukraina utgör en viktig långsiktig tillväxtmöjlighet. Kompletterande förvärv väntas därutöver bidra till att stärka utvecklingen över tid. Bolaget har kommunicerat att framtida kassaflöden primärt ska användas för att finansiera fortsatt tillväxt och förvärv, vilket innebär att expansion prioriteras före utdelning.

Bolaget har även som mål att uppnå en EBITDA-marginal över 15 % över en konjunkturcykel. Enligt Argo Defence kan den befintliga organisationen hantera betydligt högre leveransvolymerna utan motsvarande kostnadsökningar, vilket skapar förutsättningar för en attraktiv lönsamhet över tid. Bolaget betonar även att marginalen kan variera mellan perioder beroende på projektmix och leveranstidpunkter.

Finansiella mål på 3-5 års sikt

Nettoomsättning	Organisk tillväxt >20 % per år
EBITDA-marginal	EBITDA-marginal >15 % per år över en konjunkturcykel

Styrelse

Lars Granbom, styrelseordförande



Bakgrund: Lars är styrelseordförande sedan 2025 och har över 35 års erfarenhet från högteknologisk industri. Han har tidigare haft ledande befattningar i flera teknikföretag med fokus på trådlösa system, kommunikation och testlösningar, främst inom fordons- och försvarssektorn. Lars har även lång erfarenhet av att utveckla högteknologiska bolag från idéstadium till marknadsetablering. Han har medverkat i flera börsintroduktioner, däribland Gapwaves AB och Scandinavian Astor Group AB.

Innehav: 5 882 aktier

Marcus Selme, styrelseledamot



Bakgrund: Marcus är styrelseledamot sedan 2025 och har över 30 års erfarenhet från ledande och operativa roller, med en bakgrund inom projektledning, affärsutveckling och företagsledning. Han är grundare av både Argo Defence Group och Disarmament Solutions och har spelat en viktig roll i att bygga upp koncernen och etablera dess position inom försvars- och säkerhetssektorn. Han har även lång erfarenhet av att leda komplexa projekt inom försvar, kärnkraft och flyg samt har utvecklat verksamheter med fokus på långsiktig tillväxt och operativ effektivitet.

Innehav: 8 160 000 aktier via det delägda bolaget Swedish Net Holding

Mariem Butler, styrelseledamot



Bakgrund: Mariem är styrelseledamot sedan 2025 och har över 25 års internationell erfarenhet från flera branscher, med en bakgrund inom affärsutveckling, ekonomi, försäljning, inköp och logistik. Hon har tidigare haft ledande befattningar inom bland annat Business Sweden, Scania, The Coca-Cola Company och Shell, där hon arbetat med management, controlling och projektledning. Hon har lång erfarenhet av internationella projekt finansierade av utvecklingsorganisationer, däribland FN och Världsbanken, samt bred erfarenhet av att leda verksamheter och projekt med många intressenter.

Innehav: 1 020 000 aktier via det delägda bolaget Swedish Net Holding

Anna Höjer, styrelseledamot



Bakgrund: Anna är styrelseledamot sedan 2025 och har mångårig erfarenhet från försvars-, transport- och högteknologiska industrier. Hon har tidigare haft ledande befattningar på Saab och Bombardier Transportation samt varit vd för Transdev Sverige. Idag driver hon ett eget bolag med fokus på ledning, senior rådgivning och styrelseuppdrag. Hon har bred erfarenhet av att leda komplexa organisationer, genomföra förändringsarbete och skapa lönsam tillväxt i internationella verksamheter.

Innehav: 5 882 aktier

Magnus Ericsson, styrelseledamot



Bakgrund: Magnus är styrelseledamot sedan 2025 och har över 30 års erfarenhet från bygg- och ballastindustrin, med en bakgrund inom operativt ledarskap, affärsutveckling och strategisk ledning. Han har tidigare haft flera ledande befattningar inom Swerock AB och är idag biträdande regionchef med ansvar för regional verksamhet och långsiktiga utvecklingsinitiativ. Han har även bred styrelseerfarenhet genom uppdrag i Sveriges Bergmaterialindustri (SBMI), Kungsörs Grusaktiebolag och Svenskt Näringsliv.

Innehav: 0 aktier

Ledning

Marcus Selme, VD och grundare



Bakgrund: Marcus har över 30 års erfarenhet från ledande och operativa roller, med en bakgrund inom projektledning, affärsutveckling och företagsledning. Han är grundare av både Argo Defence Group och Disarmament Solutions och har spelat en viktig roll i att bygga upp koncernen och etablera dess position inom försvars- och säkerhetssektorn. Han har även lång erfarenhet av att leda komplexa projekt inom försvar, kärnkraft och flyg samt har utvecklat verksamheter med fokus på långsiktig tillväxt och operativ effektivitet.

Innehav: 8 160 000 aktier via det delägda bolaget Swedish Net Holding

Mariem Butler, vice vd och vd för Swedish Net Air & Defence



Bakgrund: Mariem har över 25 års internationell erfarenhet från flera branscher, med en bakgrund inom affärsutveckling, ekonomi, försäljning, inköp och logistik. Hon har tidigare haft ledande befattningar inom bland annat Business Sweden, Scania, The Coca-Cola Company och Shell, där hon arbetat med management, controlling och projektledning. Hon har lång erfarenhet av internationella projekt finansierade av utvecklingsorganisationer, däribland FN och Världsbanken, samt bred erfarenhet av att leda verksamheter och projekt med många intressenter.

Innehav: 1 020 000 aktier via det delägda bolaget Swedish Net Holding

Nicklas Karlbom, CFO



Bakgrund: Nicklas har över 20 års erfarenhet från ekonomiledning och finansiell styrning, med en bakgrund inom företagsrapportering och organisationsutveckling. Han har tidigare haft ledande befattningar som CFO och landschef i både internationella och börsnoterade bolag, med fokus på finansiell styrning, omstrukturering och organisationsutveckling. Han har bland annat varit CFO på Frilans Finans, och har över tio års erfarenhet från Deutsche Leasing,

Innehav: 10 000 aktier

Fredrik Johnsson, vd för Disarmament Solutions Ukraine



Bakgrund: Fredrik har över 30 års erfarenhet från försvarssektorn, med en bakgrund från Försvarsmakten där han bland annat tjänstgjort som överstelöjtnant och bedrivit doktorandstudier vid Försvarshögskolan. Han har tidigare haft flera ledande befattningar inom bland annat Swedish EOD and Demining Centre (SWEDEC) och har omfattande erfarenhet av minröjning, strategisk rådgivning och internationella säkerhetsinsatser. Han har även arbetat som rådgivare till flera länder, däribland Ukraina, och har lång erfarenhet av att leda och stödja säkerhets-, återuppbyggnads- och stabiliseringsinsatser i konflikt- och postkonfliktområden.

Innehav: 800 000 aktier

Mikaela Rosén, koncernens ekonomichef



Bakgrund: Mikaela har omfattande erfarenhet inom ekonomi och redovisning, med en bakgrund inom finansiell rapportering, bokföring och ekonomistyrning. Hon har haft roller inom flera av Argo Defence Groups dotterbolag, där hon ansvarat för bland annat redovisning, budgetering, lönehantering och koncernens löpande ekonomiprocesser. Hon har erfarenhet av att utveckla och säkerställa effektiva ekonomiprocesser samt en djup förståelse för koncernstrukturer, regelefterlevnad och finansiell rapportering.

Innehav: 25 000 aktier

Ägarbild

Argo Defence har totalt 20 979 000 utestående aktier och handlas per datumet för denna analys till 13,4 SEK per aktie, motsvarande ett börsvärde på 281,1 MSEK. Antalet aktieägare uppgår till 2 889 och har ökat kraftigt sedan noteringen. Free floaten uppgår till 45,5 %, vilket innebär att en relativt begränsad andel av aktierna är tillgängliga för handel på marknaden.

Utestående aktier	Aktiekurs	Börsvärde
20 979 000	13,4	281,1
Antal aktieägare	Insynsägande	Free float
2 889	52,5 %	45,5 %

Ägarbildens är koncentrerad, där Swedish Net Holding är klart största ägare med 48,6 % av kapitalet. Swedish Net Holding kontrolleras till 80 % av vd Marcus Selme och till 10 % av vice vd Mariem Butler. Därefter följer Nordnet Pensionsförsäkring med 12,7 %, Exelity med 6,0 %, RICON med 3,8 % och OneFive med 3,4 %. De fem största registrerade ägarna kontrollerar tillsammans cirka 74,6 % av kapitalet. Vi ser det höga insiderägandet som positivt då det skapar en tydlig koppling mellan ledning, styrelse och aktieägare och ger starka ekonomiska incitament för ett långsiktigt värdeskapande.

Ägare	Antal aktier (m)	Kapital
1. Swedish Net Holding AB 	10,20	48,62 %
2. Nordnet Pensionsförsäkring	2,57	12,74 %
3. Exelity AB	1,24	5,95 %
4. RICON AB 	0,80	3,81 %
5. OneFive AB	0,72	3,43 %
6. Gerhard Dal	0,50	2,38 %
7. Via Leca Holding AB	0,47	2,24 %
8. Avanza Pension	0,42	2,05 %
9. Ulf Runmarker	0,24	1,17 %
10. Molcap Invest	0,21	1,02 %

Lock up

I samband med noteringen den 16 december 2025 ingick styrelseledamöter och ledande befattningshavare lock-up-avtal med Pareto Securities. Avtalen innebär, med sedvanliga undantag, att deras aktier inte får säljas eller på annat sätt avyttras under 360 dagar från den första handelsdagen på NGM Nordic SME.

Befintliga aktieägare med innehav över 1 % omfattades av en lock-up där 90 % av respektive innehav inte fick avyttras under 180 dagar från den första handelsdagen. Denna period har nu löpt ut, vilket innebär att de aktieägare som velat minska sina innehav har haft möjlighet att göra det. För styrelseledamöter och ledande befattningshavare kvarstår däremot den längre lock-up-perioden till december 2026.

Utestående optionsprogram

Argo Defence har ett långsiktigt incitamentsprogram riktat till styrelseordförande Lars Granbom samt styrelseledamöterna Anna Höjer och Magnus Ericsson. Programmet omfattar totalt 100 000 teckningsoptioner, varav Lars Granbom innehar 50 000 och Anna Höjer respektive Magnus Ericsson 25 000 vardera.

Varje teckningsoption ger rätt att teckna en ny aktie till en teckningskurs om 22,1 SEK under perioden 15 oktober till 31 december 2028. Vid fullt utnyttjande uppgår den maximala utspädningen till 0,5 % baserat på dagens antal utestående aktier. Programmet skapar därmed ett långsiktigt incitament för styrelsen att bidra till bolagets värdeskapande, där utspädningen för befintliga aktieägare är begränsad.

Främsta risker

Beroende av offentliga kunder

Argo Defence har en stor del av sin försäljning mot offentliga kunder i Sverige, där Försvarsmakten, FMV och Fortifikationsverket utgör de viktigaste. Dessa kunder står för merparten av bolagets omsättning och förväntas även framöver vara de dominerande intäktskällorna. Om någon av dessa kunder minskar sina investeringar, skjuter upp upphandlingar eller väljer andra leverantörer kan det få en betydande påverkan på bolagets tillväxt och lönsamhet. Vi bedömer att risken är hög om detta skulle inträffa, men att den delvis motverkas av den långsiktiga ramavtalsportföljen och den geografiska expansionen.



Hög

Förseningar i upphandlingar och projekt

Argo Defence verkar på en marknad där större affärer ofta föregås av långa upphandlingsprocesser och där leveranser genomförs succesivt över tid. Den projektbaserade affärsmodellen innebär att tidpunkten för större leveranser kan förskjutas mellan kvartal och år, vilket kan leda till kortsiktiga svängningar i både omsättning och lönsamhet trots en oförändrad underliggande efterfrågan. Långa beslutsprocesser eller senarelagda leveranser kan därmed påverka utvecklingen under enskilda perioder. Vi bedömer risken som medelhög, men ser att den minskar i takt med att ramavtalsportföljen växer och blir mer diversifierad. En bredare ramavtalsportfölj skapar fler parallella affärsmöjligheter och minskar beroendet av enskilda projekt och leveranser.



Medel

Förvärv och kapitalallokering

Argo Defence prioriterar i första hand organisk tillväxt, men har även som ambition att genomföra kompletterande förvärv. Det finns en risk att framtida förvärv genomförs till höga värderingar eller att integrationsprocesser blir mer resurskrävande än förväntat. Om förvärven inte lever upp till förväntningarna eller förväntade synergier uteblir kan det påverka både lönsamhet och avkastning negativt. Vi bedömer därför att en fortsatt disciplinerad kapitalallokering kommer att vara en viktig framgångsfaktor i takt med att bolaget växer.



Medel

Leverantörs- och komponentberoende

Argo Defences affärsmodell bygger på ett nära samarbete med externa leverantörer och partners, vilket begränsar behovet av egen produktionskapacitet, men skapar exponering mot leveranskedjor. Störningar, komponentbrist, förseningar eller kraftigt stigande frakt- och inköpskostnader kan påverka både leveransförmåga och projektmarginaler. Eftersom Argo Defence normalt lämnar anbud till fasta priser med viss indexreglering finns en risk att snabba kostnadsförändringar inte fullt ut kan överföras till kunden. Vi bedömer risken som medel.



Medel

Förändrade försvarsbudgetar och politiska prioriteringar

Den kraftiga upprustningen i Sverige och Europa utgör en viktig drivkraft bakom Argo Defences tillväxtmöjligheter, då efterfrågan är nära kopplad till politiska beslut och offentliga försvarsbudgetar. Om säkerhetsläget förändras eller om framtida regeringar prioriterar ned försvarsinvesteringar kan efterfrågan utvecklas svagare. Vi bedömer dock sannolikheten som relativt låg mot bakgrund av det långsiktigt ökande behovet av försvarsinvesteringar i Sverige och övriga Europa.



Låg

Beroende av nyckelpersoner

Argo Defence är fortfarande en relativt liten organisation där flera nyckelpersoner besitter specialistkompetens, kundrelationer och erfarenhet som kan vara svår att ersätta. Det gäller särskilt inom upphandlingar och anbudsprocesser. Om bolaget förlorar viktiga medarbetare finns en risk att affärsutveckling, projektgenomförande och möjligheten att vinna nya ramavtal påverkas negativt innan motsvarande kompetens har ersatts.



Medel

Värderingsrabatt mot peers

Argo Defence affärsmodell skiljer sig från många noterade försvarsbolag genom sitt fokus på offentliga upphandlingar, systemintegration och projektleveranser snarare än egen produktutveckling och tillverkning. Det finns därför inga direkt jämförbara noterade bolag. För att sätta värderingen i ett relevant sammanhang har vi valt en grupp mindre svenska bolag med exponering mot försvar, säkerhet och närliggande teknik- och försvarsnischer. Jämförelsebolagen skiljer sig åt avseende affärsmodell, produktmix och geografisk exponering.

Peergruppen handlas i genomsnitt till 3,7x EV/S och 20,1x EV/EBITDA, motsvarande ett intervall om cirka 17-20x EV/EBITA. Jämförelsebolagen uppvisar en genomsnittlig EBITDA-marginal om 17,9 % och en genomsnittlig årlig tillväxt om 25,8 % under de senaste tre åren. Detta ligger relativt i linje med våra långsiktiga antaganden för Argo Defence, både vad gäller tillväxt och lönsamhet.

Vi bedömer dock att Argo Defence bör handlas till en viss rabatt mot den etablerade peergruppen. Bolaget är fortfarande väsentligt mindre än de flesta jämförelsebolagen, har en begränsad historik som noterad koncern och behöver fortsatt visa att den starka tillväxten kan kombineras med en uthållig lönsamhet samt en disciplinerad kapitalallokering. Mot den bakgrunden anser vi att en värdering om 12x EBITA är motiverad, vilket innebär en rimlig rabatt mot peergruppen givet bolagets storlek, historik och risker.

Argo Defence verkar på en strukturellt växande marknad, har en tillgångslätt affärsmodell och en omfattande ramavtalsportfölj. Bolaget uppvisar en hög leveranskapacitet, men lönsamhet och kassaflöde kan vara volatila mellan enskilda kvartal och år till följd av projektmix, kostnadsförändringar och rörelsekapitalbindning. Vi bedömer därför att bolaget behöver fortsätta leverera en stabil operativ utveckling över flera kvartal för att motivera en successivt lägre rabatt mot den etablerade peergruppen. Fortsatt konvertering av ramavtal till order och intäkter, ny orderingång samt en stabilisering av marginalerna är enligt oss de viktigaste faktorerna för en framtida omvärdering.

Jämförelse med noterade försvars- och säkerhetsbolag

Bolag	Börsvärde	EV	Nettoomsättning				EBITDA				Lönsamhet		
			R12	EV/S	CAGR 3y	CAGR 5y	R12	EV/EBITDA	CAGR 3y	CAGR 5y	BM	EBITDA %	EBIT %
4C Group	379	550	341,3	1,4	0,9%	5,5%	51,5	9,1	17,6%	-6,8%	77,5%	15,1%	1,3%
Clavister	1 735	1 779	237,7	7,5	14,0%	12,9%	42,5	41,8	34,1%	32,2%	80,8%	17,9%	-0,8%
Invisio	9 587	9 369	1918,6	4,9	15,7%	26,5%	406,3	23,1	9,6%	42,2%	56,3%	21,2%	17,7%
Mildef Group	10 330	10 826	2660,6	4,1	32,2%	41,5%	509,7	21,2	44,8%	181,8%	45,9%	19,2%	14,4%
Scandinavian Astor	1 476	1 417	488,6	2,5	80,6%	129,6%	97,6	12,6	382,4%	58,8%	66,2%	20,0%	12,2%
W5 Solutions	945	1 056	536,3	1,8	11,5%	32,0%	76,7	12,5	11,1%	33,3%	64,6%	14,3%	7,8%
Snitt	4 075	4 166	1030,5	3,7	25,8%	41,3%	197,4	20,1	83,3%	56,9%	65,2%	17,9%	8,7%
Median	1 605	1 598	512,5	3,3	14,8%	29,2%	87,1	16,9	25,9%	37,7%	65,4%	18,5%	10,0%

Estimat för 2026E

	Estimat för 2026				
(MSEK)	Q1A	Q2A	Q3E	Q4E	2026E
Nettoomsättning	45,6	69,9	64,3	52,1	231,9
<i>Tillväxt y-o-y</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>42,3%</i>
Övriga rörelseintäkter	0,6	0,4	0,5	0,5	2,0
Summa intäkter	46,2	70,3	64,8	52,6	233,9
Bruttoresultat	19,3	21,0	24,6	20,2	85,1
<i>Bruttomarginal</i>	<i>42,4%</i>	<i>30,1%</i>	<i>38,3%</i>	<i>38,7%</i>	<i>36,7%</i>
<i>Tillväxt y-o-y</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>143,6%</i>
Rörelsekostnader	-9,7	-15,4	-13,6	-14,2	-53,0
<i>Tillväxt y-o-y</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>128,6%</i>
EBITDA	10,2	6,0	11,5	6,5	34,1
<i>EBITDA-marginal</i>	<i>22,3%</i>	<i>8,6%</i>	<i>17,8%</i>	<i>12,4%</i>	<i>14,7%</i>
<i>Tillväxt y-o-y</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>82,7%</i>
Materiella avskrivningar	-0,1	-0,6	-0,6	-0,6	-1,9
EBITA	10,1	5,4	10,9	5,9	32,2
<i>EBITA-marginal</i>	<i>22,0%</i>	<i>7,7%</i>	<i>16,9%</i>	<i>11,2%</i>	<i>13,9%</i>
<i>Tillväxt y-o-y</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>
Immateriella avskrivningar	-4,5	-5,0	-5,1	-5,1	-19,7
EBIT	5,6	0,4	5,8	0,8	12,5
<i>EBIT-marginal</i>	<i>12,2%</i>	<i>0,5%</i>	<i>9,0%</i>	<i>1,4%</i>	<i>5,4%</i>
<i>Tillväxt y-o-y</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>

Estimat fram till 2027E

(MSEK)	2023*	2024*	2025*	2026E	2027E
Nettoomsättning	24,1	127,0	163,0	231,9	279,0
<i>Tillväxt y-o-y</i>	<i>n/a</i>	<i>427,4%</i>	<i>28,4%</i>	<i>42,3%</i>	<i>20,3%</i>
Övriga rörelseintäkter	7,3	13,6	2,6	2,0	2,0
Summa intäkter	31,4	140,6	165,6	233,9	281,0
<i>EV/S</i>	<i>12,6</i>	<i>2,4</i>	<i>1,9</i>	<i>1,3</i>	<i>1,1</i>
Bruttoresultat	9,2	22,2	34,9	85,1	104,9
<i>Bruttomarginal</i>	<i>38,2%</i>	<i>17,5%</i>	<i>21,4%</i>	<i>36,7%</i>	<i>37,6%</i>
<i>Tillväxt y-o-y</i>	<i>n/a</i>	<i>141,0%</i>	<i>57,5%</i>	<i>143,6%</i>	<i>23,3%</i>
Rörelsekostnader	-21,2	-20,8	-23,2	-53,0	-64,4
<i>Tillväxt y-o-y</i>	<i>n/a</i>	<i>-1,9%</i>	<i>11,4%</i>	<i>128,6%</i>	<i>21,6%</i>
EBITDA	-4,7	15,0	18,7	34,1	42,5
<i>EBITDA-marginal</i>	<i>-19,6%</i>	<i>11,8%</i>	<i>11,5%</i>	<i>14,7%</i>	<i>15,2%</i>
<i>Tillväxt y-o-y</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>24,4%</i>	<i>82,7%</i>	<i>24,6%</i>
<i>EV/EBITDA</i>	<i>n/a</i>	<i>20,2</i>	<i>16,2</i>	<i>8,9</i>	<i>7,1</i>
Materiella avskrivningar	n/a	n/a	n/a	-2,0	-2,4
EBITA	n/a	n/a	n/a	32,2	40,1
<i>EBITA-marginal</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>13,9%</i>	<i>14,4%</i>
<i>Tillväxt y-o-y</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>24,6%</i>
<i>EV/EBITA</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>9,4</i>	<i>7,6</i>
Immateriella avskrivningar	n/a	n/a	n/a	-19,7	-20,4
EBIT	-24,3	-6,1	-4,7	12,5	19,7
<i>EBIT-marginal</i>	<i>-100,8%</i>	<i>-4,8%</i>	<i>-2,9%</i>	<i>5,4%</i>	<i>7,1%</i>
<i>Tillväxt y-o-y</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>57,8%</i>
<i>EV/EBIT</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>24,3</i>	<i>15,4</i>

*Proformaredovisning

Motiverat värde i vårt huvudscenario

Optionsprogrammet i Argo Defence löper till 2028 och förväntas därmed inte medföra någon utspädning inom vår prognosperiod. Vi inkluderar inte heller någon tilläggsköpeskilling kopplad till Poseidon Diving Group då våra prognoser inte förutsätter att de prestationsmål som utlöser tilläggsköpeskillingen uppnås. Vi har därför baserat värderingen på nuvarande antal utestående aktier om 20 979 000. Våra estimat och värderingen inkluderar inte heller några framtida förvärv, vilket kan innebära ytterligare uppsida utöver vårt motiverade värde.

Vi har valt att värdera Argo Defence baserat på en multipel om 12x EBITA för helåret 2027E. För att reflektera osäkerheten i våra antaganden redovisar vi även en alternativ värdering där vi applicerar en säkerhetsmarginal om 30 % på våra estimat. Detta ger en mer konservativ bild av värdet, givet den begränsade historiken och att bolaget befinner sig i början av en långsiktig tillväxtresa.

Värdering				
	Multipel	EBITA 2027E	Enterprise Value (MSEK)	Aktiekurs (kr)
2027E	12	40,1	459,2	21,9
<i>Säkerhetsmarginal (30%)</i>	12	28,1	314,9	15,0

Nedan följer potentiell avkastning för 2027E om Argo Defence utvecklas likt våra estimat i huvudscenariot.

Potentiell avkastning						
Huvudscenario				Säkerhetsmarginal (30%)		
	Faktor	Procent	CAGR	Faktor	Procent	CAGR
2027E	1,63	63,3%	38,7%	1,12	12,0%	7,9%

Nedan följer en känslighetsanalys som visar hur den potentiella avkastningen utvecklas givet olika applicerade multiplar.

Känslighetsanalys						
Huvudscenario 2027E				Säkerhetsmarginal (30%)		
EBITAx	Enterprise Value (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %
5	178,7	8,5	-36,4%	118,6	5,7	-57,8%
6	218,7	10,4	-22,2%	146,6	7,0	-47,8%
7	258,8	12,3	-7,9%	174,7	8,3	-37,9%
8	298,9	14,2	6,3%	202,7	9,7	-27,9%
9	339,0	16,2	20,6%	230,8	11,0	-17,9%
10	379,0	18,1	34,8%	258,8	12,3	-7,9%
11	419,1	20,0	49,1%	286,9	13,7	2,0%
12	459,2	21,9	63,3%	314,9	15,0	12,0%
13	499,3	23,8	77,6%	343,0	16,3	22,0%
14	539,3	25,7	91,9%	371,0	17,7	32,0%
15	579,4	27,6	106,1%	399,1	19,0	42,0%
16	619,5	29,5	120,4%	427,1	20,4	51,9%
17	659,5	31,4	134,6%	455,2	21,7	61,9%
18	699,6	33,3	148,9%	483,2	23,0	71,9%
19	739,7	35,3	163,1%	511,3	24,4	81,9%
20	779,8	37,2	177,4%	539,3	25,7	91,9%
21	819,8	39,1	191,6%	567,4	27,0	101,8%
22	859,9	41,0	205,9%	595,4	28,4	111,8%
23	900,0	42,9	220,1%	623,5	29,7	121,8%
24	940,1	44,8	234,4%	651,5	31,1	131,8%
25	980,1	46,7	248,7%	679,6	32,4	141,7%

Disclaimer

Kalqyl Analys Norden AB bedriver verksamhet avseende bolag- och aktieanalys där information har sammanställts utifrån källor som Kalqyl bedömer är tillförlitliga. Informationens riktighet kan Kalqyl dock inte garantera, och inget som skrivs i analysen ska eller bör betraktas som en rekommendation till investering av något slag.

Denna analys är en uppdragsanalys där det analyserade Bolaget har ingått avtal med Kalqyl avseende analys. Analysen/erna publiceras antingen vid enskilt tillfälle, eller per löpande basis under avtalsperioden mot en sedvanlig ersättning.

Åsikter och slutsatser som återfinns i analysen är enbart avsedd för mottagaren. Kalqyl ska ej hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut på grund av information i denna analys.

Alla investeringar i finansiella instrument är förknippade med ekonomisk risk, och historisk avkastning ger ingen garanti för framtida avkastning. Kalqyl har interna riktlinjer för anställdas privata aktieäggande i bolag som omfattas av analys. För att säkerställa oberoende och förtroende gäller särskilda handelsrestriktioner. Efter köp av aktier i ett bolag som omfattas av analys får försäljning med vinst inte ske inom 30 dagar. Dessutom råder handelsstopp i 14 dagar före planerad publicering av initieringsanalys, samt i 48 timmar efter publicering. För rapportkommentar/uppföljningsanalys råder handelsstopp från det datumet arbetet påbörjas, samt i 48 h efter publicering. Under dessa perioder får inga transaktioner genomföras i det aktuella bolagets aktier eller relaterade instrument.

Intressekonflikt

Pontus Fredriksson äger aktier i det analyserade bolaget

Analysen är en uppdragsanalys