

2026-10-29

HEAD Engineering är en svensk nischexpert inom processteknik som utvecklar och levererar kompletta processanläggningar, primärt för produktion av sprängämnen TNT, RDX och HMX. Bolaget har gått från konsultverksamhet till internationell anläggningsleverantör med en orderstock om cirka 1,5 miljarder SEK. I samband med noteringen på Spotlight säljer huvudägaren befintliga aktier för cirka 121 MSEK till 22,50 SEK per aktie, motsvarande ett börsvärde om cirka 806 MSEK.

Leverantör i en flaskhals

Europas upprustning har ökat produktionen av ammunition, men kapaciteten för sprängämnen har inte ökat i motsvarande takt. Vid slutet av kalla kriget fanns sju större TNT-fabriker i Europa, medan det idag enbart finns en i Polen, enligt Swedals vd, kund till HEAD. HEAD Engineering inledde satsningen mot sprängämnesfabriker 2022 under varumärket VisPro, vilket öppnade bolaget för en marknad i kapacitetsbrist. Antalet kvalificerade leverantörer som kan bygga dessa anläggningar är begränsat och leveranserna kräver krigsmaterielltillstånd, vilka HEAD erhöLL 2024. Bolaget har deltagit i fem upphandlingar inom sprängämnen, tilldelats fyra kontrakt värda 300–650 MSEK och valts som processleverantör i det femte. I slutet av 2025 förvärvade HEAD Qemist Per Sjöberg AB, vars grundare har över 40 års erfarenhet av TNT-teknik.

Hög tillväxt och tillika lönsamhet

Sedan HEAD inledde satsningen mot sprängämnesfabriker har nettoomsättningen och rörelseresultatet ökat kraftigt. På två år har nettoomsättningen stigit från 53 MSEK till 332 MSEK, motsvarande en genomsnittlig årlig tillväxt om 149 procent. Samtidigt har rörelseresultat ökat från 9 MSEK till 92 MSEK. Bolaget saknar räntebärande skulder med en kassa om 110 MSEK, har en genomsnittlig kassakonvertering om 79 procent och haft begränsat investeringsbehov. Därmed tas inget kapital in i samband med noteringen. För 2026 bedömer HEAD en omsättning om 450–600 MSEK med en EBIT-marginal om cirka 25 procent, vilket vid mittpunkten av intervallet motsvarar en omsättningstillväxt på 58,2 procent.

Outlook

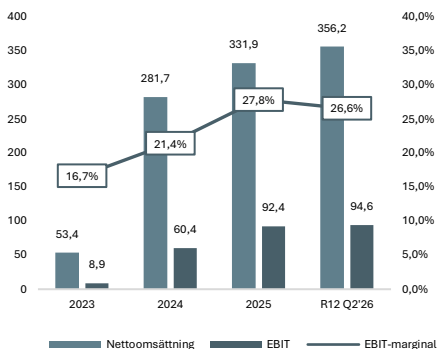
HEAD Engineering har positionerat sig som en av få leverantörer som kan bygga kompletta sprängämnesanläggningar, i en marknad där Europas upprustning skapat en tydlig brist på produktionskapacitet. Genom denna marknadsposition har bolaget vunnit fyra stora kontrakt och byggt upp en stor orderbok som ger intäktsvisibilitet. Vi utgår från att omsättningen fortsätter öka till 2027 med stabil lönsamhet i takt med att den nuvarande orderboken intäktsförs, samtidigt som bolaget vinner VisPro-projektet där bolaget idag är utvald processleverantör. Orderkoncentrationen är dock mycket stor, vilket innebär att förseningar eller kundbortfall påverkar kraftigt. En avgörande fråga på lång sikt är hur länge utbyggnadsvägen av sprängfabriker pågår, och hur väl bolaget kan fylla på orderstocken med nya projekt eller andra marknadssatsningar. Nettokassan skapar emellertid hög finansiell flexibilitet och kan användas till utdelningar eller förvärv. Med en multipel om 7,0x EV/EBIT uppgår det motiverade värdet per aktie 2027 till 38,5 SEK, vilket motsvarar en uppsida om 71,3 procent jämfört med erbjudandepriiset.

(MSEK)	2024	2025	2026E	2027E
Nettoomsättning	281,7	331,9	511,2	653,4
Tillväxt y-o-y	427,0%	17,8%	54,0%	27,8%
Övriga rörelseintäkter	0,5	3,5	4,0	3,5
Summa intäkter	282,2	335,4	515,2	656,9
EV/S, inkl. kassauppybyggnad	n/a	2,0	1,2	0,8
Bruttoresultat	82,6	129,0	169,8	202,3
Bruttomarginal	29,3%	38,9%	33,2%	31,0%
Rörelsekostnader	-22,6	-40,1	-46,0	-49,0
Tillväxt y-o-y	n/a	76,3%	14,8%	6,5%
EBIT	60,4	92,4	127,8	156,8
EBIT-marginal	21,4%	27,8%	25,0%	24,0%
Tillväxt y-o-y	578,7%	53,0%	38,3%	22,7%
EV/EBIT, kassauppybyggnad	n/a	7,2	4,9	3,3

Fakta

VD	Per-Ove Melinder
Lista	Spotlight
Ticker	HEAD-B
Erbjudandepriis, per aktie	22,5 SEK
Erbjudande (MSEK)	120,9
Börsvärde (MSEK)	806,2
Nettokassa (MSEK)	110,9
EV (MSEK)	695,3
Insiderägande	74,2%
Nästa rapport	2026-11-19

Helårsutveckling (MSEK)



Ansvariga

Kalqyl

Erbjudandet

Typ av erbjudande	Befintliga aktier
Nyemission	Nej
Säljande aktieägare	Anders Hofstedt AB
Andel av aktierna	15,0%
Anmälningssperiod	26 okt – 2 nov
Första handelsdag	6 nov
Ankarinvesterare	46,7%
Lock-up (säljare, ledning)	360 dagar
Lock-up (50% av säljaren)	720 dagar

Disclaimer

Analysen är skriven på uppdrag av bolaget. Ingen i Kalqyl eller FairValue äger aktier i aktuellt bolag. Vi friskriver oss från eventuella fel. Inget som skrivs i analysen ska eller bör betraktas som en rekommendation till investering av något slag. Åsikter och slutsatser som återfinns i analysen är enbart avsedd för mottagaren. Kalqyl och FairValue ska ej hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut på grund av information i denna analys.

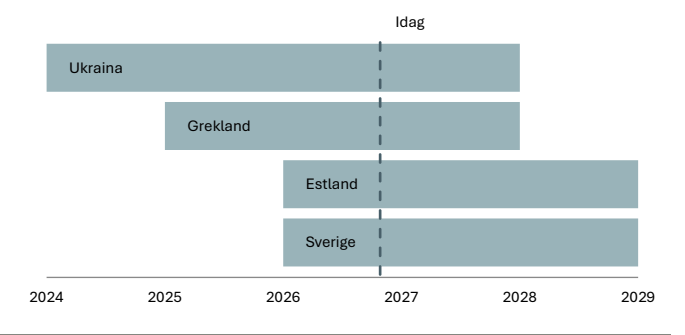
Kort om bolaget

HEAD Engineering grundades 1982 av nuvarande styrelseordföranden Anders Hofstedt och har sitt huvudkontor i Nacka Strand. Bolaget tar ansvar för hela den kritiska processdelen av en anläggning, från processdesign och engineering till utrustningsleverans, installation och driftsättning, medan kunden normalt står för byggnader, markarbeten och civil infrastruktur. Koncernen hade 2025 i genomsnitt 18 anställda och arbetar med ett nätverk av specialiserade partners.

VisPro – kompletta anläggningar för TNT, RDX och HMX

Under varumärket VisPro levererar HEAD processanläggningar för TNT, RDX och HMX. I december 2025 förvärvades VisPro AB, som tillför över 40 års erfarenhet av sprängämnesteknologi genom Per Sjöberg. HEAD har fyra pågående projekt och valdes i december 2025 ut för sin första förprojektering av en RDX- och HMX-anläggning. VisPro stod för omkring 90 procent av omsättningen 2025.

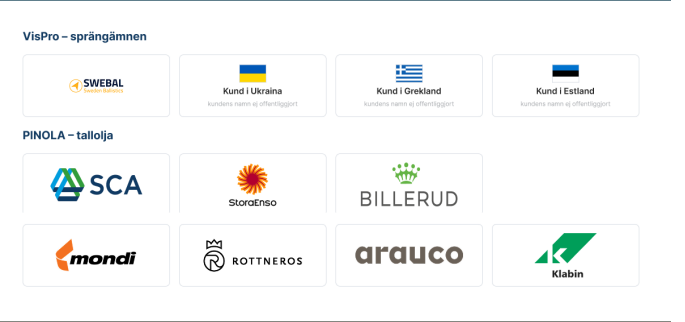
Pågående VisPro-projekt



PINOLA – kompletterande affär med tillväxtpotential

Inom PINOLA erbjuder HEAD standardiserade lösningar för att utvinna råttalolja vid sulfatmassabruk, med ett utbyte om cirka 98 procent. Bolaget har vunnit 14 av 20 upphandlingar och projekten uppgår till 30–40 MSEK styck. En förprojektering för ett bruk i USA kan bli den första anläggningen på den amerikanska marknaden.

Urval av kunder



Affärsmodell

HEAD intäktssför i takt med att projekten upparbetas, medan fakturering sker vid avtalade milstolpar. Därmed kan intäkter och betalningar skilja sig betydligt mellan perioder. Däremot innebär de löpande betalningarna att kunderna i stor utsträckning finansierar leveranserna. Förskott från kunder uppgick till 268 MSEK vid halvårsskiftet 2026. Intäkterna redovisas dock successivt efter nedlagda kostnader, där råvaror och förnödenheter motsvarade cirka 61 procent av omsättningen 2025. Omsättningen styrs därmed främst av när stora utrustningsleveranser sker, vilket kan ge ojämn intjäning mellan perioder.

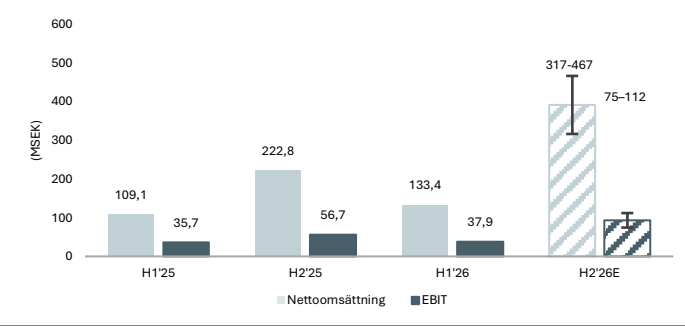
Milstolpe (VisPro)	Andel	Kumulativt
Kontraktsskrivning	10 %	10 %
Godkänd basic design	10 %	20 %
Leverans av utrustning	40 %	60 %
Installation	10 %	70 %
Färdigställande	10 %	80 %
Provdrift	10 %	90 %
Godkänt prestandaprov	10 %	100 %

Finansiell historik

Sedan satsningen på sprängämnesfabriker inleddes har bolaget växt kraftigt. HEAD har på två år gått från en omsättning om 53 MSEK till 332 MSEK, driven av de första VisPro-projekten. Under första halvåret 2026 ökade omsättningen med 22 procent till 133 MSEK och rörelseresultatet uppgick till 38 MSEK.

Kassaflödet följer milstolparna och var negativt under halvåret, -27 MSEK, då kundfordringarna uppgick till 182 MSEK vid periodens slut. Enligt bolaget har dock majoriteten av dessa kundfordringar betalats in sedan dess. För helåret 2026 förväntas omsättningen uppgå till 450–600 MSEK med en rörelsemarginal om 25%. Det stora prognosintervallet handlar förklaras av en osäkerhet om huruvida vissa milstolpar infaller i slutet av 2026 eller i inledningen av 2027.

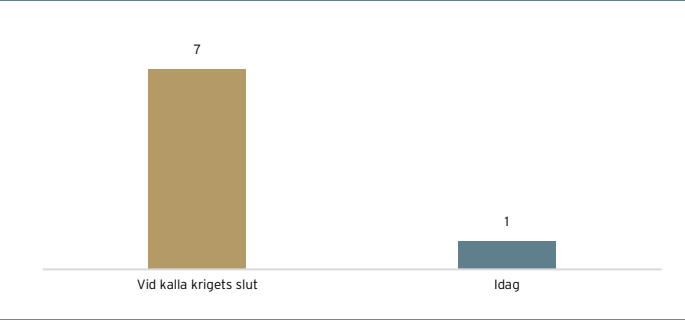
Halvårsutveckling.



Marknad och trender

Europas ammunitionsproduktion har ökat kraftigt sedan Rysslands fullskaliga invasion av Ukraina, men sprängämnen har blivit en flaskhals. Den enda större återstående TNT-producenten i Europa, polska Nitro- Chem, producerar cirka 12 000 ton per år, varav omkring hälften går till Nordamerika. Den långsiktiga efterfrågan i Europa är avsevärt högre och flera nya anläggningar planeras i bland annat Sverige, Finland och Grekland. De flesta befinner sig emellertid i tidig fas och enligt Sweden Ballistics vd kan denna obalans bestå i minst tio år.

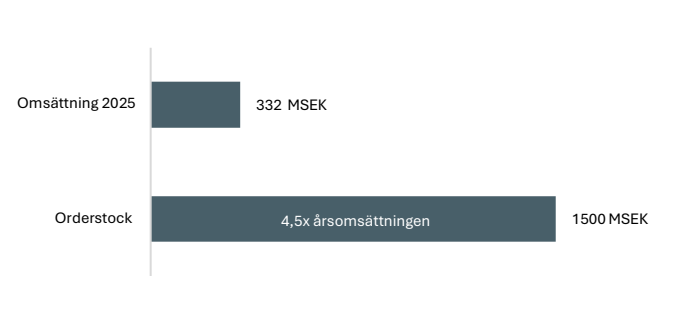
Större TNT-fabriker i Europa



Stor orderstock ger visibilitet

Orderstocken uppgick per den 30 juni 2026 till cirka 1,5 miljarder SEK fördelat på fyra kontrakt och motsvarar ungefär 4,5 gånger omsättningen 2025, en ansenlig storlek. Projekten genomförs fram till 2028.

Orderstock vid H1 2026

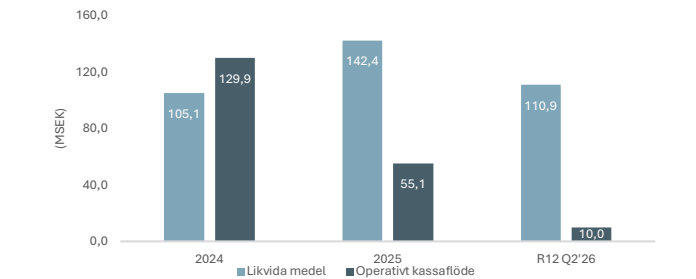


Konkurrens

Inom sprängämnen utgörs konkurrensen av ett fåtal internationella aktörer med egen nitringsteknologi och dokumenterad erfarenhet av processdesign. Ett exempel är Repkon, som 2024 tilldelades den amerikanska arméns kontrakt om 435 MUSD för att bygga en TNT- fabrik i Kentucky. Inom talolja konkurrerar HEAD med leverantörer av tallojeteknologi och större ingenjörsbolag som normalt saknar egen processteknologi.

HEAD:s främsta konkurrensfördelar är kombinationen av egen processteknologi, tillstånd, referensprojekt och förmågan att leverera hela processdelen. Ett exempel är bolagets egen lösning för att regenerera restsyra och destruera rödvatten, två avfallsströmmar i TNT-produktionen. Lösningen minskar kundens avfallshantering och behov av råvaror, och används redan i projektet i Grekland.

Likvida medel och operativt kassaflöde



Vad händer när utbyggnadsvågen avtar?

På grund av Europas utbyggnadsvåg har HEAD strukturell medvind, men den är finit. När TNT-produktionen återhämtat sig kan orderingången dämpas kraftigt. HEAD bedömer dock att kapacitetsutbyggnaden är i ett tidigt stadiet och att fler anläggningar behövs än de som idag är under uppförande. Det ger möjlighet att kontinuerligt fylla på orderstocken. PINOLA ger viss diversifiering, medan eftermarknad och en etablering inom läkemedelsindustrin kan skapa ytterligare intäkter på sikt. Underlagen kvantifierar dock inte dessa möjligheter.

Swebal – kund och delägarskap

HEAD levererar en TNT-anläggning till Sweden Ballistics (Swebal), som planerar en kapacitet om cirka 4 000 ton TNT per år från 2028, enligt EFN. HEAD äger cirka 3,4 procent av Swebal, med rätt till ytterligare 3,4 procent via ett prestationsbaserat avtal, och är representerat i bolagets styrelse. Beroende på lönsamhet, multipel och TNT-pris kan andelen bli värd flera tiotal till något hundratals miljoner SEK.

Erbjudandet

Erbjudandet inför noteringen omfattar 5 374 995 befintliga B-aktier, motsvarande 15 procent av bolaget eller 121 MSEK, som säljs av Anders Hofstedt AB. Bolaget tillförs således inget kapital. Erbjudandepriset uppgår till 22,50 SEK per aktie och anmälningsperioden löper 26 oktober – 2 november.

Erbjudandet i korthet

22,50 SEK Pris per aktie	121 MSEK Erbjudandets storlek	806 MSEK Börsvärde vid erbjudandepriset	46,7 % Cornerstone-åtaganden
-----------------------------	----------------------------------	--	---------------------------------

Cornerstone-investerare, däribland Andreas Bergström, Tellus Equity och PAM Capital för kunders räkning, har åtagit sig att förvärva 46,7 procent av erbjudandet. Cirka 84,2 procent av aktierna omfattas av lock-up i 360 dagar och huvudägaren har därefter åtagit sig att behålla hälften av sina aktier i ytterligare 360 dagar.

Ägarlista, efter erbjudande	Aktier	Kapital	Röster
Anders Hofstedt AB	26 422 005	73,7%	89,8%
Molsurf Technologies	3 583 300	10,0%	3,9%
Stefan Henriksson	107 777	0,3%	0,1%
Per-Ove Melinder	90 000	0,3%	0,1%
Övriga	5 630 218	15,7%	6,1%

Investeringscase

1. Leverantör i en av de tydligaste flaskhalsarna i Europas upprustning, där få aktörer kan bygga sprängämnesfabriker
2. Höga inträdesbarriärer i form av krigsmaterietillstånd, egen nitringsteknik och dokumenterade referenser
3. Har deltagit i fem upphandlingar inom sprängämnen, varav fyra har resulterat i kontrakt om 300–650 MSEK vardera och i den femte är bolaget utvald processleverantör
4. Orderstock om cirka 1,5 mdr SEK motsvarar flera års omsättning och ger visibilitet fram till 2028
5. Hög lönsamhet, nettokassa och kundfinansierade projekt gör att tillväxten kan ske utan nytt kapital.

Motargument

1. Efterfrågan drivs av en kapacitetsutbyggnad som på sikt avtar, och det är osäkert hur den nuvarande VisPro-affären fullständigt ska ersättas.
2. Hög kundkoncentration: orderstocken består av fyra kontrakt och VisPro står för cirka 90 % av omsättningen.
3. Intjäning och kassaflöde varierar beroende på när stora leveranser och milstolpar infaller.
4. Bolaget är beroende av nyckelpersoner, särskilt Per Sjöberg genom konsultavtalet med Molsurf.
5. Huvudägaren behåller drygt 70% av bolaget, vilket begränsar free-floaten och kan resultera i dålig likviditet.

Estimat

Estimaten utgår från bolagets kontrakterade orderstock, där majoriteten ska intäktsföras från 2026–2028 i linje med kontraktens tidsplan. Vi räknar med att bolaget landar nära mittpunkten av prognosintervallet för 2026 och fortsätter att växa 2027 när två projekt ska färdigställas. Lönsamheten förblir stabil på grund av den höga andelen rörliga kostnader. Vi utgår också från att bolaget vinner ett VisPro-projekt om cirka 450 MSEK där bolaget idag är utvald processleverantör. Det resulterar i en utgående orderstock omkring 1 MDSEK 2027.

På grund av bolagets låga investeringsbehov förväntar vi oss att nettokassan ökar kraftigt. Bolaget har en utdelningspolicy om minst 30 procent av resultatet, men nämner även förvärv i noteringsmemorandumet.

(MSEK)	2025	2026E	2027E
Nettoomsättning	331,9	511,2	653,4
Övriga rörelseintäkter	3,5	4,0	3,5
Summa intäkter	335,4	515,2	656,9
Kostnad såld vara	-202,9	-341,4	-451,1
Bruttoresultat	129,0	169,8	202,3
Bruttomarginal	38,9%	33,2%	31,0%
Rörelsekostnader	-40,1	-46,0	-49,0
Tillväxt y-o-y	76,3%	14,8%	6,5%
EBIT	92,4	127,8	156,8
EBIT-marginal	27,8%	25,0%	24,0%
Tillväxt y-o-y	53,0%	38,3%	22,7%
EV/EBIT	7,2x	4,9x	3,3x
Nettokassa	142,3	183,5	283,1

Värdering

Vi värderar HEAD Engineering till 7,0x EV/EBIT. Orsaken till den låga multiplern är primärt den höga orderkoncentrationen och en osäkerhet över hur väl den nuvarande orderstocken kontinuerligt kan fyllas på. Samtidigt förväntas produktionsbristen kvarstå under en lång tid framöver, och bolaget har andra intäktsben genom PINOLA, eftermarknad för levererade anläggningar och återvända till läkemedelsindustrin. Med multiplern uppgår det motiverade värdet per aktie 2027 till 38,5 SEK, motsvarande en uppsida om 71,3 procent jämfört med erbjudandepriset.

(MSEK)	2026E	2027E
EBIT	127,8	156,8
Multipl (EV/EBIT)	7,0	7,0
Enterprise Value	894,6	1097,7
Nettokassa	183,5	283,1
Börsvärde	1 078,1	1 380,8
Motiverat värde per aktie	30,1	38,5
Potentiell avkastning	33,7%	71,3%