Argo Defence Group

Rapportkommentar Q3’26

2026-11-17

Argo Defence redovisade en nettoomsättning om 44,8 MSEK under det tredje kvartalet. EBITDA uppgick till 9,7 MSEK, motsvarande en EBITDA-marginal om 21,6 %. EBITA uppgick till 9,0 MSEK, motsvarande en marginal om 20,0 %. Periodens kassaflöde uppgick till −1,3 MSEK och kassan till 11,1 MSEK vid kvartalets slut.

Återhämtad lönsamhet trots lägre leveransvolymer

Nettoomsättningen minskade sekventiellt med 35,9 % till 44,8 MSEK, men bruttoresultatet om 20,6 MSEK var nära oförändrat. Swedish Net Air & Defence redovisade i stort sett samma EBITDA som i Q2 trots att försäljningen nästan halverades. Lönsamma ramavtalsleveranser och normaliserade fraktpriser förklarar återhämtningen efter föregående kvartals kostnadsomvärdering. LPG bidrog med EBITDA om 4,4 MSEK under högsäsongen, även om bolagets försäljning och orderingång hittills under året var något lägre än föregående år. Inom Counter-Explosive Risk Solutions var utvecklingen svagare. Disarmament Solutions påverkades av omfakturering som förskjuter intäkter till Q4, och verksamheten i Ukraina hade för låg försäljning för att täcka kostnaderna. Poseidon redovisade positiv EBITDA, men exklusive aktiveringar uppgick resultatet till cirka −0,8 MSEK. Koncernens aktiverade arbete uppgick till 1,9 MSEK, varav 1,2 MSEK avsåg tidigare kostnadsförda utgifter. Exklusive aktiveringarna uppgick EBITA till 7,1 MSEK, med en marginal om 15,8 %. Kvartalet visar en tydlig lönsamhetsförbättring från Q2, men resultatet är fortsatt koncentrerat till ett fåtal verksamheter.

Fler konkreta affärer men leveranser förskjuts till 2027

Orderingången ökade till 34,9 MSEK från 29,5 MSEK i Q2 och bestod främst av direkta beställningar inom Counter-Explosive Risk Solutions och Airfield Operations. Ukrainaordern om 17 MSEK stod för nära hälften av inflödet och öppnar ett nytt segment inom specialiserad försvarsteknik. Huvuddelen väntas levereras i Q1’27. Inom Defence Materiel var avropen färre och vissa befintliga leveranser har flyttats över årsskiftet. Orderstocken minskade till 58,2 MSEK från 69,7 MSEK vid halvårsskiftet. Ledningen bedömer att omkring två tredjedelar levereras i Q4, utöver löpande försäljning från kortare beställningar. Återstående ramavtalsvärde om 520 MSEK ger potential för nya avrop, men är inte garanterad försäljning. Efter kvartalet har Poseidons militära inriktning blivit mer konkret genom pilotorder från U.S. Navy och två specialförband inom Nato. Tester, eventuella anpassningar och ytterligare kundbeslut krävs dock före större serieleveranser. Tilldelningen av vattentanksystem till FMV om upp till 68 MSEK har överprövats, vilket hindrar avtalstecknande i nuläget. Ytterligare anbud och större flygplatsförfrågningar breddar också möjligheterna inför 2027, men deras ekonomiska genomslag är ännu osäkert.

Outlook

Rapporten var svagare än våra förväntningar avseende försäljning och EBITA, men marginalerna var högre. Nettoomsättningen understeg estimatet med 30,4 % och EBITA med 17,8 %, trots bidraget från aktiveringar. Vi ser positivt på kärnaffärens marginalåterhämtning, men räknar med lägre koncernmarginal i Q4 när LPG går in i lågsäsong och återföringen av tidigare utvecklingskostnader inte upprepas. Leveransförskjutningar och försiktigare försäljningsantaganden medför att vi sänker nettoomsättningen med 10,2 % och EBITA med 11,8 % för 2026E. För 2027E sänks estimaten med 5,9 % respektive 5,3 %. Vi räknar fortsatt med tvåsiffrig tillväxt, men huvudscenariot kräver nya avrop och inkluderar inga större osäkrade serieleveranser från Poseidon. Kvartalet ökar vår tilltro till kärnaffärens intjäningsförmåga, men de nya affärsmöjligheterna behöver omsättas i lönsamma leveranser för att bredda resultatbidragen och driva fortsatt tillväxt. Vårt motiverade värde för 2027E uppgår till 21,6 SEK per aktie (21,9), motsvarande en uppsida om 90,0 %.

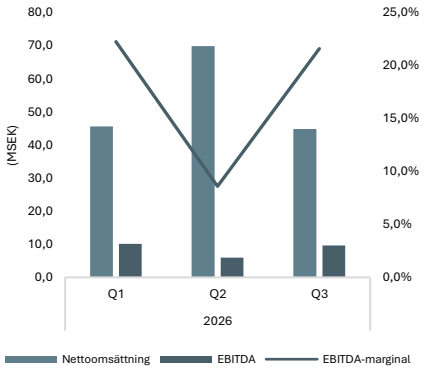
(MSEK)	**2023***	**2024***	**2025***	**2026E**	**2027E**
Nettoomsättning	24,1	127,0	163,0	208,3	262,5
Tillväxt y-o-y	*n/a*	*427,4%*	*28,4%*	*27,8%*	*26,0%*
Bruttoresultat	9,2	22,2	34,9	79,1	101,2
Bruttomarginal	*38,2%*	*17,5%*	*21,4%*	*38,0%*	*38,5%*
Rörelsekostnader	-21,2	-20,8	-23,2	-53,1	-64,3
Tillväxt y-o-y	*n/a*	*-1,9%*	*11,4%*	*129,1%*	*21,0%*
EBITDA	-4,7	15,0	18,7	30,5	41,3
EBITDA-marginal	*-19,6%*	*11,8%*	*11,5%*	*14,7%*	*15,7%*
Tillväxt y-o-y	*n/a*	*n/a*	*24,4%*	*63,6%*	*35,2%*
Materiella avskriv.	n/a	n/a	n/a	-2,1	-3,3
EBITA	n/a	n/a	n/a	28,4	38,0
EBITA-marginal	*n/a*	*n/a*	*n/a*	*13,6%*	*14,5%*
Tillväxt y-o-y	*n/a*	*n/a*	*n/a*	*n/a*	*33,7%*
EV/EBITA	*n/a*	*n/a*	*n/a*	*9,3*	*6,9*

**Proformaredovisning*

Fakta

VD	Marcus Selme
Lista	NGM
Ticker	ARGO
Aktiekurs (SEK)	11,4
Antal aktier (Miljoner)	21,0
Börsvärde (MSEK)	238,7
Nettoskuld (MSEK)	25,0
EV (MSEK)	263,7
Insideragande	52,9%
Nästa rapport	2027-02-18

Kvartalsutveckling

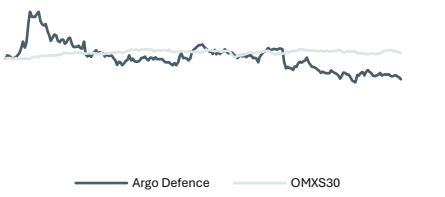


Analytiker

Pontus Fredriksson

pontus@kalqyl.se

Kursutveckling



Kursutveckling %	**1 m**	**3 m**	**YTD**
Argo Defence	-12,5	-18,7	-30,4

Detta är en uppdragsanalys. Mer information och disclaimer finns på sista sidan.

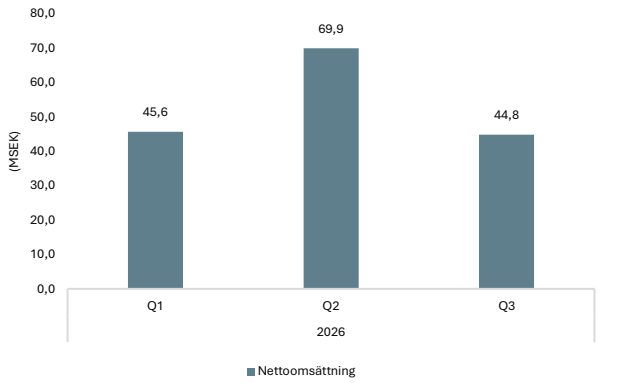
Lägre leveransvolymer men återhämtad lönsamhet

Argo Defence redovisade en nettoomsättning om 44,8 MSEK under Q3, en sekventiell minskning med 35,9 % från 69,9 MSEK i Q2. Nedgången förklarades främst av lägre leveransvolymer inom Swedish Net Air & Defence och förskjutna intäkter inom Disarmament Solutions. Den legala omsättningen ökade med 137,4 % på årsbasis, men jämförelsen påverkas av att koncernen omfattade färre verksamheter under 2025. Mot proformaomsättningen om 29,0 MSEK ökade försäljningen med 54,4 %. Även denna jämförelse inkluderar ett förvärvsbidrag från Poseidon och ska därför inte likställas med organisk tillväxt.

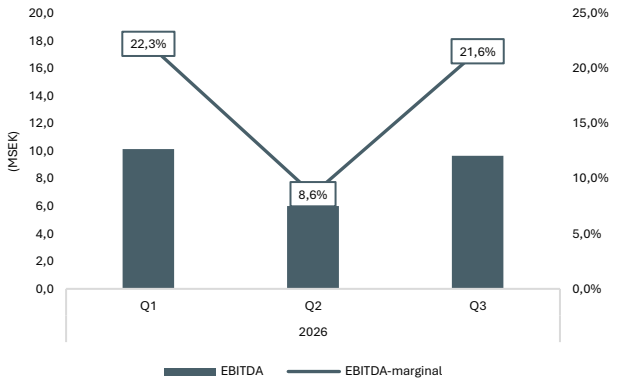
Bruttoresultatet uppgick enligt vår beräkning till 20,6 MSEK, jämfört med 21,0 MSEK i Q2. Bruttomarginalen steg därmed till 45,9 % från 30,1 %. Koncernen behöll nästan hela bruttoresultatet trots betydligt lägre försäljning, genom återhämtad marginal inom Swedish Net Air & Defence och ett större bidrag från LPG under högsäsongen.

Rörelsekostnaderna minskade till 13,4 MSEK från 15,4 MSEK i Q2. Tillsammans med aktiverat arbete om 1,9 MSEK bidrog detta till att EBITA ökade till 9,0 MSEK från 5,4 MSEK i Q2. EBITA-marginalen steg till 20,0 % från 7,7 %. Av aktiveringarna avsåg 1,2 MSEK utgifter som kostnadsförts under tidigare kvartal. Exklusive koncernens totala aktiverade arbete uppgick EBITA enligt vår beräkning till 7,1 MSEK, motsvarande en marginal om 15,8 %. Lönsamheten förbättrades därmed även utan aktiveringarna.

Nettoomsättning, kvartal



EBITDA och EBITDA-marginal, kvartal



Utfall vs estimat

Kvartalet var svagare än våra förväntningar avseende försäljning och EBITA, men de rapporterade marginalerna var högre. Leveransförskjutningarna bidrog till försäljningsavvikelsen, och delar av intäkterna väntas först under 2027. Den högre bruttomarginalen begränsade resultatbortfallet, men rörelsekostnaderna var ungefär i linje med prognosen och kompenserade därför endast marginellt för den lägre försäljningen. Aktiveringarna ingick inte i våra estimat och förklarar en stor del av den positiva avvikelsen i EBITA-marginalen. Exklusive dessa var marginalen nära vårt antagande. Resultatavvikelsen speglar därmed framför allt lägre försäljning än väntat.

Utfall vs Estimat Q3 2026

(MSEK)	Q3'25	Q4'25	Q1'26	Q2'26	Q3'26A	Q3'26E	Diff.
Nettoomsättning	**n/a**	**n/a**	**45,6**	**69,9**	**44,8**	**64,3**	**-30,4%**
Tillväxt y-o-y	*n/a*	*n/a*	*-15,7%*	*47,1%*	*n/a*	*n/a*	*n/a*
Aktiverat arbete för egen räkning	n/a	-	-	-	1,9	-	n/a
Övriga rörelseintäkter	n/a	n/a	0,6	0,4	0,6	0,5	12,2%
Summa intäkter	**n/a**	**n/a**	**46,2**	**70,3**	**47,2**	**64,8**	-27,1%
Bruttoresultat	**n/a**	**n/a**	**19,3**	**21,0**	**20,6**	**24,6**	-16,4%
Bruttomarginal	*n/a*	*n/a*	*42,4%*	*30,1%*	*45,9%*	*38,3%*	*7,6pp*
Tillväxt y-o-y	*n/a*	*n/a*	*n/a*	*n/a*	*n/a*	*n/a*	*n/a*
Rörelsekostnader	**n/a**	**n/a**	**-9,7**	**-15,4**	**-13,4**	**-13,6**	**-1,7%**
Tillväxt y-o-y	*n/a*	*n/a*	*n/a*	*n/a*	*n/a*	*n/a*	*n/a*
EBITDA	**n/a**	**n/a**	**10,2**	**6,0**	**9,7**	**11,5**	**-16,0%**
EBITDA-marginal	*n/a*	*n/a*	*22,3%*	*8,6%*	*21,6%*	*17,8%*	*3,8pp*
Tillväxt y-o-y	*n/a*	*n/a*	*n/a*	*n/a*	*n/a*	*n/a*	*n/a*
Materiella avskrivningar	n/a	n/a	-0,1	-0,6	-0,7	-0,6	17,5%
EBITA	**n/a**	**n/a**	**10,1**	**5,4**	**9,0**	**10,9**	**-17,8%**
EBITA-marginal	*n/a*	*n/a*	*22,0%*	*7,7%*	*20,0%*	*16,9%*	*3,1pp*
Tillväxt y-o-y	*n/a*	*n/a*	*n/a*	*n/a*	*n/a*	*n/a*	*n/a*

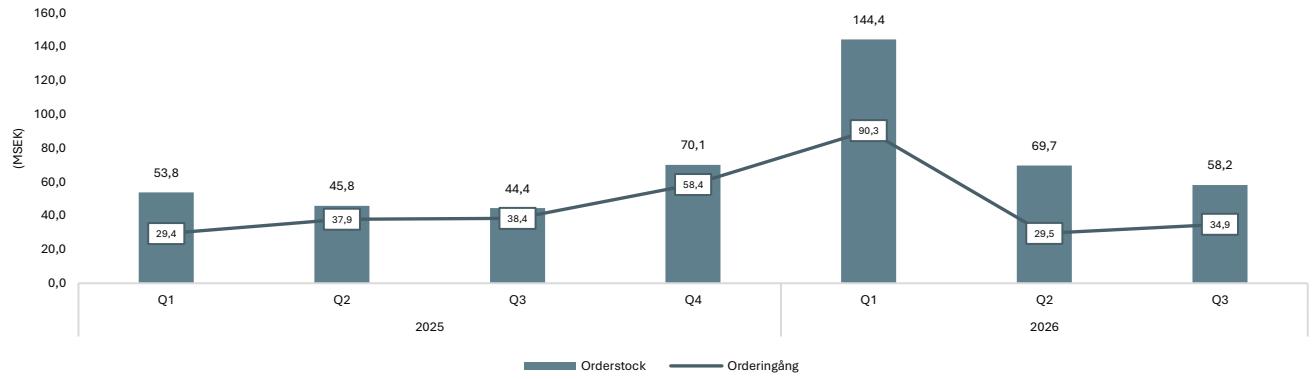
Ökad orderingång men leveranser förskjuts till 2027

Orderingången uppgick till 34,9 MSEK, jämfört med 29,5 MSEK i Q2 och 38,4 MSEK under motsvarande kvartal föregående år. Inflödet bestod främst av direkta beställningar inom Counter-Explosive Risk Solutions och Airfield Operations. Ukrainaordern om 17 MSEK stod för nära hälften av kvartalets orderingång. Avropen inom Defence Materiel var färre, vilket fick tydligt genomslag eftersom området enligt ledningen normalt står för omkring två tredjedelar av koncernens orderinflöde.

Orderstocken minskade till 58,2 MSEK från 69,7 MSEK vid halvårsskiftet. Orderingången motsvarade cirka 78 % av nettoomsättningen, vilket indikerar att inflödet inte fullt ersatte kvartalets försäljning. Orderstockens förändring kan dock inte exakt stämmas av mot nettoomsättningen, eftersom någon fullständig brygga inte redovisas. Ledningen bedömer att omkring två tredjedelar av orderstocken levereras under Q4, motsvarande cirka 38,8 MSEK. Därtill kommer försäljning från kortare beställningar som kan tas och levereras inom samma kvartal. Orderstocken ger därför ett konkret leveransunderlag, men fångar inte hela den kommande försäljningen.

Vid halvårsskiftet väntades hela den dåvarande orderstocken levereras under 2026. Den senare leveransprofilen förklaras både av förskjutningar i befintliga projekt och nya order med leverans under 2027. Ukrainaordern väntas exempelvis huvudsakligen levereras i Q1’27. Det förbättrar förutsättningarna för inledningen av nästa år, men förskjutna leveranser innebär ingen ökad efterfrågan i sig. Ledningen räknar med högre orderingång i Q4, men tidpunkten för större avrop är osäker.

Orderingång och orderstock, kvartal



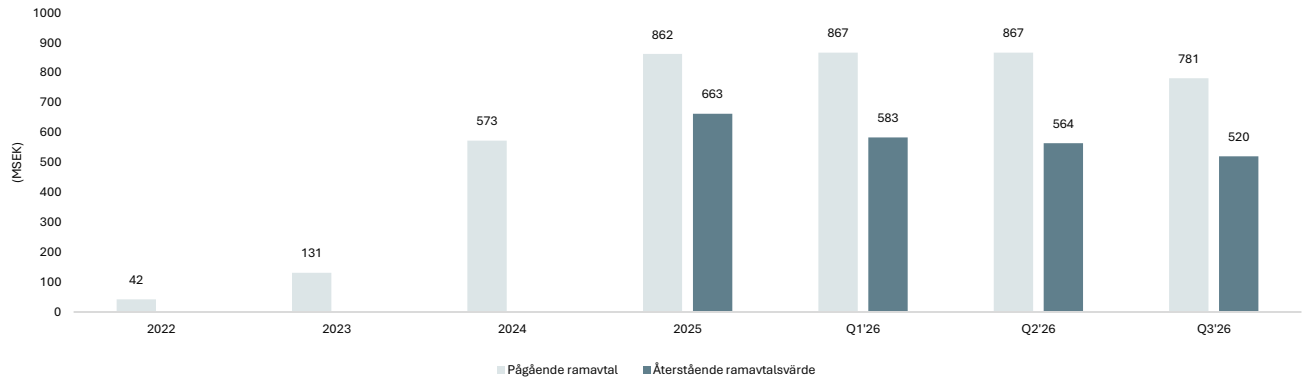
Ny tilldelning under överprövning och fortsatt anbudsaktivitet

Värdet av pågående ramavtal uppgick till 781 MSEK vid kvartalets slut, jämfört med cirka 867 MSEK vid halvårsskiftet. Minskningen förklaras enligt bolaget av att ett ramavtal löpt ut. Återstående avropsutrymme minskade till cirka 520 MSEK från 564 MSEK. Värdena inkluderar fullt utnyttjade förlängningsoptioner och anger möjlig affärsvolym, inte garanterad försäljning. Ledningen upprepar bedömningen att omkring 70 % av återstående värde kan omsättas i intäkter, huvudsakligen under de närmaste två åren. Det visar potentialen inom etablerade kundrelationer, men omfattning och tidpunkt avgörs av kundernas avrop.

Den 4 november erhöll Swedish Net Air & Defence tilldelningsbeslut från FMV avseende vattentanksystem, med ett värde om upp till 68 MSEK. Avtalsperioden är två år med möjlighet till ytterligare två års förlängning. Den 13 november meddelades att en ansökan om överprövning inkommit och att förlängd avtalsspärr råder. Avtal kan därför inte ingås i nuläget, med förväntad dom inom tre till fyra månader. Processen ökar osäkerheten kring både slutligt avtalsutfall och möjlig leveransstart.

Bolaget har flera andra anbud under utvärdering. Ledningen räknar med besked i ett antal processer inom ungefär fyra månader och anger att upphandlingarna typiskt omfattar värden om 50–500 MSEK. Enskilda vinster kan därmed få stor effekt, men vissa upphandlingar har också förlorats. Anbudsverksamheten breddas mot Tyskland och andra Natoländer inom bland annat containerlösningar och radiolänkantenner. Lokala partners bidrar med marknadskännedom och förståelse för krav och dokumentation. Expansionen kan öppna en större marknad, men större internationella kontrakt återstår att vinna. Befintliga kundrelationer ger därför ett mer konkret stöd åt den närliggande försäljningen.

Pågående ramavtal, kvartal



Defence Materiel

Swedish Net Air & Defence omsatte 24,9 MSEK under Q3, jämfört med 44,9 MSEK i Q2. EBITDA uppgick till 5,7 MSEK mot 5,6 MSEK, vilket innebar att marginalen steg till 22,8 % från 12,5 %. Utvecklingen visar att leveransernas lönsamhet hade större betydelse för kvartalsresultatet än försäljningsvolymen.

Förbättringen drevs främst av leveranser inom ramavtalen med FMV och Försvarsmakten. Q2 belastades av en uppdaterad kostnadsbedömning i ett större projekt efter stigande fraktpriser. I vår vd-intervju efter Q2 uppskattade vd den negativa resultateffekten till cirka 3 MSEK. Projektet fortsätter enligt reviderad plan och fraktpriserna har låsts på en normal nivå. Det förbättrar förutsägbarheten i kvarvarande leveranser, men innebär inte att den tidigare kostnadsbelastningen har återvunnits.

Ledningen beskriver projektmixen för kommande leveranser som ungefär likartad den i Q3. Det ger stöd åt fortsatt god lönsamhet i den befintliga portföljen. Utfallet beror dock på vilka projekt som levereras under respektive kvartal. Risker kopplade till inköp, valuta och logistik kvarstår även om fraktförutsättningarna har stabiliserats.

Counter-Explosive Risk Solutions

Disarmament Solutions, Disarmament Solutions Ukraine och Poseidon omsatte tillsammans cirka 10,9 MSEK och redovisade EBITDA om cirka −0,9 MSEK. Exklusive Poseidons aktiveringar var det summerade EBITDA-resultatet cirka −2,7 MSEK.

Disarmament Solutions omsatte 0,4 MSEK och redovisade EBITDA om −1,1 MSEK. Som tidigare beskrivits försköt omfakturering intäkter till Q4. Beloppet anges inte, vilket begränsar möjligheten att bedöma kvartalets underliggande försäljning. Bolaget tecknade även sitt första avtal med Polismyndigheten avseende personlig utrustning. Värdet är begränsat, men kundrelationen kan ge en referens för fortsatt bearbetning av samhällskritiska myndigheter.

Verksamheten i Ukraina omsatte 1,5 MSEK och redovisade EBITDA om −0,8 MSEK. Lägre försäljning än under första halvåret och negativa valutakursdifferenser om 0,1 MSEK belastade resultatet. Den större order som behandlats i orderstocksavsnittet ger bättre beläggning framåt och innebär att både en ny kund och ett nytt teknikområde tillkommer. Nästa steg är att genomföra leveranserna med god lönsamhet och etablera följdbeställningar.

Poseidon omsatte 9,0 MSEK under Q3, jämfört med 9,6 MSEK i Q2. Rapporterad EBITDA uppgick till 1,0 MSEK, men exklusive aktiverade utvecklingsutgifter var resultatet cirka −0,8 MSEK mot −0,3 MSEK i Q2. Den löpande intjäningen försämrades därmed genom lägre leveransvolymer.

Omställningen mot militära kunder innebär en förändring från mindre löpande order till potentiellt större affärer med längre försäljningscykler. Efter kvartalet erhöll Poseidon pilotorder från U.S. Navy och två specialförband inom Nato. Dessa ger kunderna möjlighet att testa produkterna och precisera behov av anpassningar. Därefter kan ytterligare upphandlingar och inköpsbeslut krävas innan större volymer beställs.

Ledningen ser möjlighet till större order under 2027 och har satt målet att Poseidon ska omsätta 150 MSEK under 2029 med en EBITDA-marginal om 15–20 %. För att nå dit krävs flera större avtal och kommersiella framsteg redan under nästa år. Målet visar ambitionen i försvarsinriktningen, men är inte en säkrad försäljningsprognos.

Airfield Operations

LPG Trafikmarkeringar och Zel-Aaren omsatte tillsammans cirka 9,9 MSEK och redovisade EBITDA om cirka 4,7 MSEK. Även Swedish Net Air & Defence verkar inom Airfield Operations, men dess bidrag särredovisas inte. Summeringen utgör därför inte ett fullständigt affärsområdesresultat.

LPG omsatte 8,3 MSEK och redovisade EBITDA om 4,4 MSEK, motsvarande en marginal om 53,5 %. Ett stort antal genomförda markeringsuppdrag gav hög aktivitet under kvartalet. Omsättning och orderingång hittills under året var dock något lägre än motsvarande period 2025. Kvartalsresultatet visar därför främst hög intjäning under högsäsongen.

Zel-Aaren omsatte 1,6 MSEK och redovisade EBITDA om 0,3 MSEK. Försäljningen var lägre än i Q2, men bolaget har enligt rapporten vuxit hittills under året och breddat kundbasen. Verksamheten säljer bland annat gjutmassor för infästning av banljus. Större flygplatsuppgraderingar kan därför ge betydande beställningar, men sådana projekt återkommer inte varje år.

Båda bolagen har förfrågningar om större uppdrag inför 2027. Enligt ledningen brukar relevanta beställningar till Zel-Aaren komma under Q1. Kundbasen har även breddats genom kunder i Spanien och Italien samt en ny kund i Polen. En större geografisk spridning kan över tid minska säsongsberoendet, men Norden är fortsatt huvudmarknaden och Q4 samt Q1 väntas vara svagare.

Vi bedömer att större flygplatsinvesteringar kan lyfta försäljningen nästa år. Högre förväntningar behöver dock grundas på beställningar och leveransplaner. I prognosen behåller vi därför det tydliga säsongsmönstret och räknar inte med att Q3:s höga marginal består över hela året.

Frigjort rörelsekapital stärkte kassaflödet

Kassaflödet från den löpande verksamheten före förändringar i rörelsekapital uppgick till 7,8 MSEK. Rörelsekapitalet frigjorde 14,4 MSEK, vilket gav ett operativt kassaflöde om 22,1 MSEK. Den största effekten kom från minskade kundfordringar, som frigjorde 30,2 MSEK. Detta motverkades delvis av betalningar av leverantörsskulder och andra kortfristiga skulder samt ökad lagerbindning.

Investeringarna uppgick till 2,7 MSEK, varav 1,9 MSEK avsåg immateriella tillgångar. Fritt kassaflöde uppgick därmed till 19,4 MSEK. Inga förvärvsutbetalningar gjordes under kvartalet. Fritt kassaflöde före rörelsekapitalförändringar uppgick till 5,1 MSEK. Skillnaden visar att en stor del av kvartalets kassagenerering kom från inbetalningar av tidigare upparbetade fordringar.

Efter nio månader var det operativa kassaflödet endast 0,1 MSEK, jämfört med 20,9 MSEK före rörelsekapitalförändringar. Kapitalbindningen är därför fortsatt betydande. Upparbetade men ännu inte fakturerade intäkter uppgick till 21,7 MSEK och posten förutbetalda kostnader och upplupna intäkter till 69,8 MSEK. Hela den senare posten utgör dock inte framtida kundbetalningar.

Ledningen räknar med att slutleveranser i större projekt ska frigöra ytterligare kapital. Delar av slutförandet och faktureringen har förskjutits till januari, vilket även kan senarelägga inbetalningarna. Nya projekt kräver därefter finansiering av inköp och arbete före kundbetalning. Vi bedömer därför att kapitalfrigörelsen från befintliga leveranser delvis behöver återinvesteras för att möjliggöra fortsatt tillväxt.

Förbättrad likviditet men fortsatt beroende av projektbetalningar

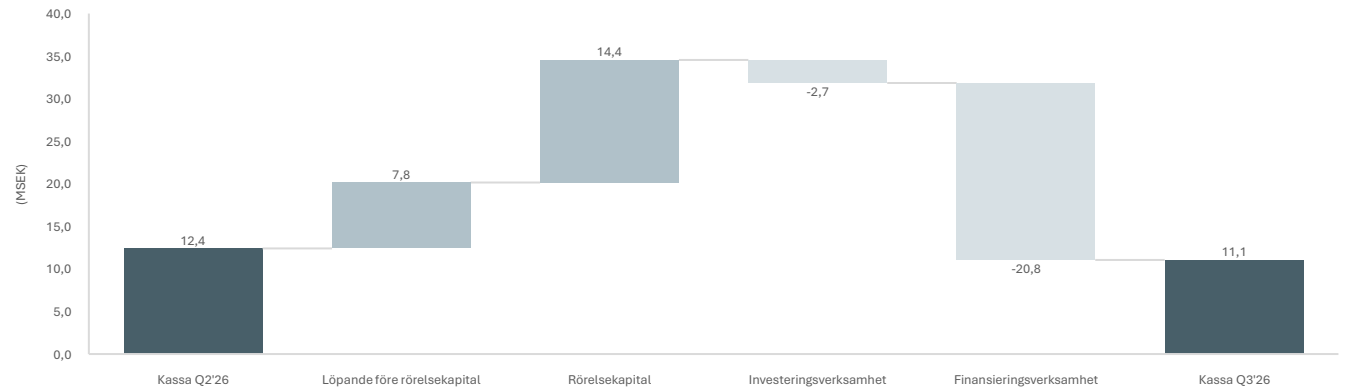
Kassan uppgick till 11,1 MSEK vid kvartalets slut. Därutöver fanns outnyttjade checkkrediter om 29,1 MSEK, vilket gav ett sammanlagt likviditetsutrymme om cirka 40,2 MSEK. Bolaget bedömer detta som tillräckligt för planerade åtaganden under 2026.

Räntebärande skulder till kreditinstitut uppgick till 36,1 MSEK, inklusive utnyttjade checkkrediter om 6,4 MSEK. Nettoskulden uppgick därmed till cirka 25,0 MSEK. Kvartalets kassagenerering användes främst till amorteringar och minskat kreditutnyttjande, vilket gav ett finansieringskassaflöde om −20,8 MSEK.

Q3-rapporten innehåller en ändrad klassificering av checkkrediter och omräknade kassaflödesuppgifter. Nettoskulden är därför inte direkt jämförbar med den tidigare angivna halvårssiffran om 21,7 MSEK, där utnyttjade checkkrediter inte ingick.

Ledningen uttrycker inget ytterligare finansieringsbehov. Vi ser positivt på att projektbetalningar nu möjliggjort amorteringar, men nya större beställningar kan åter binda kapital före leverans och betalning. Den tillgångslätta affärsmodellen begränsar behovet av egen produktionskapacitet, men tillväxten kräver fortsatt kontroll över projektens betalningsflöden och rörelsekapitalbehov.

Kassaflödesbrygga Q3’26



Peers

Argo Defences affärsmodell skiljer sig från många noterade försvarsbolag genom sitt fokus på offentliga upphandlingar, systemintegration och projektleveranser. Det finns därför inga direkt jämförbara noterade bolag. För att sätta värderingen i ett sammanhang använder vi en grupp svenska bolag med exponering mot försvar, säkerhet och närliggande teknikområden. Skillnader i produktinnehåll, geografisk närvaro, storlek och redovisning begränsar dock jämförbarheten.

Peergruppen handlas i genomsnitt till 3,1x EV/S och 16,2x EV/EBITDA på rullande tolv månader. Medianerna uppgår till 2,9x respektive 20,5x. Spridningen är betydande, där Scandinavian Astor och 4C Group handlas till omkring 5-6x EV/EBITDA och övriga bolag till cirka 20-23x. Medianen ligger därför närmare värderingsnivån för flertalet bolag än genomsnittet.

Vi bedömer att Argo Defence bör värderas med rabatt mot mer etablerade försvarsbolag. Den korta koncernhistoriken och beroendet av enskilda projekt begränsar förutsägbarheten. För en lägre rabatt behöver bolaget främst visa återkommande orderinflöde, stabilt projektgenomförande och kassagenerering över längre perioder. Peergruppens EBITDA-multiplar ska dessutom inte jämföras direkt med vår EBITA-värdering, eftersom resultatmåtten belastas av olika avskrivningar.

Jämförelse med noterade försvars- och säkerhetsbolag

			Nettoomsättning				EBITDA				Lönsamhet		
Bolag	**Börsvärde**	**EV**	**R12**	**EV/S**	**CAGR 3y**	**CAGR 5y**	**R12**	**EV/EBITDA**	**CAGR 3y**	**CAGR 5y**	**BM**	**EBITDA %**	**EBIT %**
4C Group	241	365	335,9	1,1	0,4%	5,2%	60,6	6,0	24,2%	-3,7%	78,8%	18,0%	2,9%
Clavister	1 623	1 746	298,8	5,8	23,0%	18,2%	75,3	23,2	62,2%	41,2%	84,3%	25,2%	10,1%
Invisio	9 541	9 241	2 035	4,5	18,0%	28,0%	443,6	20,8	12,9%	44,7%	56,2%	21,8%	18,4%
Mildef Group	11 614	12 226	2 950	4,1	36,8%	44,4%	605,3	20,2	53,3%	191,6%	45,9%	20,5%	16,1%
Scandinavian Astor	950	1 260	740,8	1,7	107,4%	149,5%	248,1	5,1	556,0%	86,6%	75,1%	33,5%	26,3%
W5 Solutions	582	926	713,6	1,1	22,6%	39,8%	35,5	21,8	-14,1%	14,2%	53,9%	5,0%	-0,4%
Snitt	**4 092**	**4 294**	**1 179,1**	**3,1**	**34,7%**	**47,5%**	**244,7**	**16,2**	**115,8%**	**62,4%**	**65,7%**	**20,7%**	**12,2%**
Median	**1 287**	**1 503**	**727,2**	**2,9**	**22,8%**	**33,9%**	**161,7**	**20,5**	**38,8%**	**42,9%**	**65,6%**	**21,2%**	**13,1%**

Estimatförändringar

Estimatförändringar under prognosperioden

	Uppdaterade		Tidigare		Förändring (%)	
(MSEK)	**2026E**	**2027E**	**2026E**	**2027E**	**2026E**	**2027E**
Nettoomsättning	**208,3**	**262,5**	**231,9**	**279,0**	**-10,2%**	**-5,9%**
Tillväxt y-o-y	*27,8%*	*26,0%*	*42,3%*	*20,3%*	*-14,5pp*	*5,7pp*
Aktiverat arbete för egen räkning	2,5	2,4	-	-	n/a	n/a
Övriga rörelseintäkter	2,1	2,0	2,0	2,0	2,5%	0,0%
Summa intäkter	**212,9**	**266,9**	**233,9**	**281,0**	**-9,0%**	**-5,0%**
Bruttoresultat	**79,1**	**101,2**	**85,1**	**104,9**	**-7,0%**	**-3,6%**
Bruttomarginal	*38,0%*	*38,5%*	*36,7%*	*37,6%*	*1,3pp*	*0,9pp*
Tillväxt y-o-y	*126,4%*	*27,9%*	*143,6%*	*23,3%*	*-17,2pp*	*4,6pp*
Rörelsekostnader	**-53,1**	**-64,3**	**-53,0**	**-64,4**	**0,3%**	**-0,2%**
Tillväxt y-o-y	*129,1%*	*21,0%*	*128,6%*	*21,6%*	*0,5pp*	*-0,6pp*
EBITDA	**30,5**	**41,3**	**34,1**	**42,5**	**-10,5%**	**-2,9%**
EBITDA-marginal	*14,7%*	*15,7%*	*14,7%*	*15,2%*	*0,0pp*	*0,5pp*
Tillväxt y-o-y	*63,6%*	*35,2%*	*82,7%*	*24,6%*	*-19,1pp*	*10,6pp*
Materiella avskrivningar	-2,1	-3,3	-1,9	-2,4	12,7%	37,5%
EBITA	**28,4**	**38,0**	**32,2**	**40,1**	**-11,8%**	**-5,3%**
EBITA-marginal	*13,6%*	*14,5%*	*13,9%*	*14,4%*	*-0,3pp*	*0,1pp*
Tillväxt y-o-y	*n/a*	*33,7%*	*n/a*	*24,6%*	*n/a*	*9,1pp*
Immateriella avskrivningar	-19,5	-20,1	-19,7	-20,4	-1,0%	-1,5%
EBIT	**8,9**	**17,9**	**12,5**	**19,7**	**-28,9%**	**-9,3%**
EBIT-marginal	*4,3%*	*6,8%*	*5,4%*	*7,1%*	*-1,1pp*	*-0,3pp*
Tillväxt y-o-y	*n/a*	*101,1%*	*n/a*	*57,8%*	*n/a*	*43,3pp*

Estimat

(MSEK)	2023*	2024*	2025*	Q1 26	Q2 26	Q3 26	Q4 26E	2026E	2027E
Nettoomsättning	**24,1**	**127,0**	**163,0**	**45,6**	**69,9**	**44,8**	**48,0**	**208,3**	**262,5**
Tillväxt y-o-y	*n/a*	*427,4%*	*28,4%*	*n/a*	*n/a*	*n/a*	*n/a*	*27,8%*	*26,0%*
Aktiverat arbete för egen räkning						1,9	0,6	2,5	2,4
Övriga rörelseintäkter	7,3	13,6	2,6	0,6	0,4	0,6	0,5	2,1	2,0
Summa intäkter	**31,4**	**140,6**	**165,6**	**46,2**	**70,3**	**47,2**	**49,1**	**212,9**	**266,9**
EV/S	*11,0*	*2,1*	*1,6*	*n/a*	*n/a*	*n/a*	*1,3*	*1,3*	*1,0*
Bruttoresultat	**9,2**	**22,2**	**34,9**	**19,3**	**21,0**	**20,6**	**18,2**	**79,1**	**101,2**
Bruttomarginal	*38,2%*	*17,5%*	*21,4%*	*42,4%*	*30,1%*	*45,9%*	*37,9%*	*38,0%*	*38,5%*
Tillväxt y-o-y	*n/a*	*141,0%*	*57,5%*	*n/a*	*n/a*	*n/a*	*n/a*	*126,4%*	*27,9%*
Rörelsekostnader	**-21,2**	**-20,8**	**-23,2**	**-9,7**	**-15,4**	**-13,4**	**-14,6**	**-53,1**	**-64,3**
Tillväxt y-o-y	*n/a*	*-1,9%*	*11,4%*	*n/a*	*n/a*	*n/a*	*n/a*	*129,1%*	*21,0%*
EBITDA	**-4,7**	**15,0**	**18,7**	**10,2**	**6,0**	**9,7**	**4,7**	**30,5**	**41,3**
EBITDA-marginal	*-19,6%*	*11,8%*	*11,5%*	*22,3%*	*8,6%*	*21,6%*	*9,8%*	*14,7%*	*15,7%*
Tillväxt y-o-y	*n/a*	*n/a*	*24,4%*	*n/a*	*n/a*	*n/a*	*n/a*	*63,6%*	*35,2%*
EV/EBITDA	*neg.*	*17,6*	*14,1*	*n/a*	*n/a*	*n/a*	*8,6*	*8,6*	*6,4*
Materiella avskrivningar	-	-	-	-0,1	-0,6	-0,7	-0,7	-2,1	-3,3
EBITA	**n/a**	**n/a**	**n/a**	**10,1**	**5,4**	**9,0**	**4,0**	**28,4**	**38,0**
EBITA-marginal	*n/a*	*n/a*	*n/a*	*22,0%*	*7,7%*	*20,0%*	*8,3%*	*13,6%*	*14,5%*
Tillväxt y-o-y	*n/a*	*n/a*	*n/a*	*n/a*	*n/a*	*n/a*	*n/a*	*n/a*	*33,7%*
EV/EBITA	*n/a*	*n/a*	*n/a*	*n/a*	*n/a*	*n/a*	*9,3*	*9,3*	*6,9*
Immateriella avskrivningar	-	-	-	-4,5	-5,0	-5,0	-5,0	-19,5	-20,1
EBIT	**-24,3**	**-6,1**	**-4,7**	**5,6**	**0,4**	**3,9**	**-1,0**	**8,9**	**17,9**
EBIT-marginal	*-100,8%*	*-4,8%*	*-2,9%*	*12,2%*	*0,5%*	*8,8%*	*-2,1%*	*4,3%*	*6,8%*
Tillväxt y-o-y	*n/a*	*n/a*	*n/a*	*n/a*	*n/a*	*n/a*	*n/a*	*n/a*	*101,1%*
EV/EBIT	*n/a*	*n/a*	*n/a*	*n/a*	*n/a*	*n/a*	*29,7*	*29,7*	*14,8*
Estimerad nettoskuld	-	-	-	-	-	25,0	16,6	16,6	2,1
Enterprise Value	-	-	-	-	-	263,7	255,3	255,3	240,8
EV/EBITA inkl. kassauppbyggnad	-	-	-	-	-	*n/a*	*9,0*	*9,0*	*6,3*

**Proformaredovisning*

Motiverat värde i vårt huvudscenario

Vi värderar Argo Defence till 12x EV/EBITA (12) för 2027E. Multipeln speglar potentialen i upphandlingskompetensen och den skalbara verksamheten, men tar även hänsyn till osäkerheten i prognoserna. För att motivera en högre multipel behöver bolaget visa fortsatt ordertillväxt, uthålliga projektmarginaler och stabilare kassagenerering.

Våra estimat inkluderar inga framtida förvärv. I värderingen beaktar vi i stället den kassagenerering som verksamheten beräknas skapa under prognosperioden.

Värderingen baseras på nuvarande antal aktier om 20 979 000. Det befintliga optionsprogrammet löper till 2028 och antas inte medföra utspädning under prognosperioden. Ingen tilläggsköpeskilling för Poseidon inkluderas, eftersom huvudscenariot inte förutsätter att prestationsvillkoren uppfylls.

(MSEK)	**2026E**	**2027E**
Multipel (EV/EBITA)	12,0	12,0
EBITA	28,4	38,0
Enterprise Value	340,7	455,6
Nettoskuld	16,6	2,1
Börsvärde	324,1	453,5
Motiverat värde per aktie	**15,4**	**21,6**
Potentiell avkastning	35,7%	90,0%

Känslighetsanalys

Tabellen nedan visar hur det motiverade värdet och den potentiella avkastningen påverkas av olika applicerade multiplar.

	Huvudscenario 2026E			**Huvudscenario 2027E**		
EV/EBITAx	**Börsvärde (MSEK)**	**Aktiekurs (kr)**	**Förändring %**	**Börsvärde (MSEK)**	**Aktiekurs (kr)**	**Förändring %**
5	125,4	6,0	-47,5%	187,8	9,0	-21,4%
6	153,8	7,3	-35,6%	225,7	10,8	-5,4%
7	182,1	8,7	-23,7%	263,7	12,6	10,5%
8	210,5	10,0	-11,8%	301,7	14,4	26,4%
9	238,9	11,4	0,1%	339,6	16,2	42,3%
10	267,3	12,7	12,0%	377,6	18,0	58,2%
11	295,7	14,1	23,9%	415,6	19,8	74,1%
12	**324,1**	**15,4**	**35,7%**	**453,5**	**21,6**	**90,0%**
13	352,5	16,8	47,6%	491,5	23,4	105,9%
14	380,9	18,2	59,5%	529,4	25,2	121,8%
15	409,3	19,5	71,4%	567,4	27,0	137,7%
16	437,7	20,9	83,3%	605,4	28,9	153,6%
17	466,0	22,2	95,2%	643,3	30,7	169,5%
18	494,4	23,6	107,1%	681,3	32,5	185,4%
19	522,8	24,9	119,0%	719,3	34,3	201,3%
20	551,2	26,3	130,9%	757,2	36,1	217,2%

Källförteckning

1. https://storage.mfn.se/957db457-c1e0-4d7a-852e-29cd5c0a0fbe/argo-q3-2026-2026-11-12.pdf
2. https://youtu.be/MEhMUQZbfOA

Disclaimer

Kalqyl 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 aktieägande 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