



2026-05-25

Sustainion redovisade ökad nettoomsättning och EBIT i det första kvartalet. Totala intäkter uppgick till 150,7 MSEK (108,5), varav nettoomsättningen uppgick till 152,0 MSEK (110,0), förändring av produkter i arbete till -3,4 MSEK (-2,2) och övriga rörelseintäkter 2,1 MSEK (0,7). Lönsamheten, mätt som EBIT, uppgick till 9,0 MSEK (5,0), motsvarande en marginal om 5,9 % (4,6).

Stark organisk tillväxt trots vädereffekter och tuffa jämförelsetal

Sustainion inledde 2026 med fortsatt stark organisk tillväxt om 24,2 % (29,1), trots ett mycket starkt jämförelsekvartal och en kall inledning på året som medförde förskjutningar av vissa kundprojekt. Nettoomsättningen ökade med 38,2 % till 152,0 MSEK (110,0), drivet av både stark organisk utveckling och bidrag från förvärvet av Karlsborgs Plåtproduktion (KPP). EBITDA ökade till 12,9 MSEK (8,8), motsvarande en EBITDA-marginal om 8,5 % (8,0). EBIT ökade med 79,7 % till 9,0 MSEK (5,0), vilket motsvarar en rörelsemarginal om 5,9 % (4,6). Lönsamhetsökningen drevs primärt av integrationen av högmarginalaffären KPP samt koncernens operativa hävstång. Kassaflödet från den löpande verksamheten uppgick till 1,0 MSEK (-4,4), främst drivet av det positiva rörelseresultatet men motverkat av ett ökat varulager. Under kvartalet tecknade Sustainion även avtal om att förvärva nederländska Diemma B.V., vilket blir koncernens första utländska förvärv och bedöms skapa kommersiella synergier med dotterbolaget EHC Teknik.

Fulladdade batterier inför årets resterande kvartal

I samband med förvärvet av Diemma B.V. tog Sustainion in pengar inför lanseringen av energistyrnings- och lagringslösningar inom Skårebo, som en del av bolagets fortsatta expansion inom energiomställning. Sustainions ledning beskriver satsningen som ett naturligt steg i Skårebos tillväxtresa och uppger att den initiala responsen varit stark. Energilagringssystem är väsentligt dyrare än laddboxar, uppskattningsvis 15-20x högre i pris mot slutkund, vilket innebär att lägre volymer kan generera betydande intäktsbidrag. Då Skårebos befintliga kundbas redan installerar dessa system bedöms expansionen kunna ske utan större marknadsföringsinsatser eller en separat go-to-market-strategi. Sustainion ser efterfrågan från dag ett på plattformen, vilket väntas bidra positivt till tillväxten från Q2 och framåt. Därtill väntas EHC Teknik leverera den tidigare kommunicerade genombrottsordern om 6 MSEK under Q2, en order som bedöms bidra med hög inkrementell lönsamhet.

Outlook

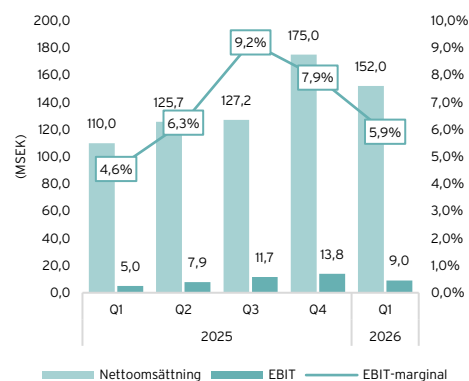
Vi har reviderat upp våra estimat avseende den organiska tillväxten till följd av ett betydligt starkare momentum under första kvartalet än vi tidigare väntat oss. Samtidigt har vi justerat ned våra antaganden avseende förvärvstakten, då den fortsatta tillväxten väntas kräva ökade investeringar i rörelsekapital samt att kommande tilläggsköpeskillingar begränsar det finansiella utrymmet för nya förvärv på kort sikt. Vi har även tagit höjd för kortsiktiga fluktuationer kopplade till flytten av KPPs nya anläggning, men bedömer samtidigt att bolagets operationella momentum är starkt inför kommande kvartal. Inom KPP väntas flera kunder tidigarelägga ordrar inför flytten, vilket bedöms gynna försäljningen under Q2. Därtill lanseras energilagringssystemen inom Skårebo under kvartalet, där den initiala responsen varit positiv och där expansionen i Danmark och övriga internationella marknader väntas fortsätta bidra till stark tillväxt trots utmanande jämförelsetal. Om bolaget exekverar i linje med våra förväntningar ser vi potential för en uppvärdering. Baserat på en EBIT-multipel om 12x uppgår vårt motiverade värde för 2027E till 3,0 SEK per aktie, en uppsida om 59,9 %.

(MSEK)	2023	2024	2025	2026E	2027E
Nettoomsättning	170,5	189,1	537,8	660,7	735,1
Tillväxt y-o-y	16,1%	10,9%	184,5%	22,8%	11,3%
varav organisk tillväxt	5,9%	-3,3%	26,3%	11,9%	4,5%
varav förvärvat tillväxt	10,2%	14,2%	158,2%	11,0%	6,8%
Summa intäkter	176,3	196,2	542,1	664,8	743,6
EV/S	1,2	1,3	0,9	0,7	0,7
Bruttoresultat	84,2	89,8	158,0	207,6	238,9
Bruttomarginal	49,4%	47,5%	29,4%	31,4%	32,5%
Rörelsekostnader	-84,2	-89,2	-123,8	-161,7	-186,6
Tillväxt y-o-y	23,5%	6,0%	38,8%	30,6%	15,4%
EBIT	5,9	7,8	38,4	50,0	60,6
EBIT-marginal	3,4%	4,1%	7,1%	7,6%	8,2%
EV/EBIT	35,6	32,6	13,0	9,6	7,9

VD	Brodde Wetter
Lista	Spotlight
Ticker	SUSG
Aktiekurs (SEK)	1,9
Antal aktier (Miljoner)	217,1
Börsvärde (MSEK)	412,6
Nettoskuld* (MSEK)	86,7
EV (MSEK)	499,3
Insiderägande	37,1%
Nästa rapport	2026-08-20

*exklusive IFRS 16, inklusive tilläggsköpeskillingar

Kvartalsutveckling

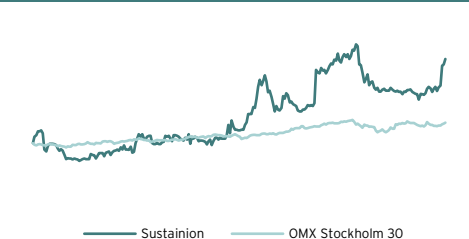


Analytiker

Albin Eriksson

albin@kalqyl.se

Kursutveckling 12 månader



Kursutveckling %	1 m	3 m	12m
SUSG	+24,6	-1,0	+79,3

Investeringscase

1. Industrikoncern med exponering mot strukturella tillväxttrender

Sustainion är en industrikoncern som investerar i och utvecklar bolag inom hållbar teknik och framtidsbranscher såsom elektrifiering, miljöteknik och smarta stadslösningar. Genom dotterbolag som EHC Teknik, EnviroClean, Elpro, EWF Eco och Skårebo erbjuder koncernen produkter och lösningar inom bland annat emissionsrening, automationssystem, smart sophantering och laddinfrastruktur för elfordon. Verksamheterna adresserar strukturella trender kopplade till elektrifiering, ökade miljökrav och energieffektivisering, vilket skapar långsiktigt gynnsamma marknadsförutsättningar.

2. Skalbar plattform för förvärvsdriven tillväxt

Sustainion arbetar aktivt med en förvärvsdriven tillväxtstrategi där entreprenörsledda teknikbolag integreras i en decentraliserad koncernstruktur. Dotterbolagen drivs fortsatt självständigt medan koncernen bidrar med kapital, strategiskt stöd, styrelsekompetens och resurser för att accelerera tillväxten. Målsättningen är att bygga en större industrikoncern genom en kombination av organisk tillväxt och kompletterande förvärv där synergier och utvecklingsmöjligheter identifieras.

3. Stark tillväxt med förbättrad skala efter Skårebo-förvärvet

Förvärvet av Skårebo Energi i slutet av 2024 har i praktiken fördubblat koncernens omsättning på årsbasis, vilket i kombination med en stark organisk tillväxt har varit en stark bidragsgivare till koncernens utveckling under 2025. Skårebo är en ledande nordisk grossist inom laddinfrastruktur och stärker koncernens exponering mot elektrifieringstrenden.

4. Dokumenterad tillväxt och lönsamhet

Sustainion har under de senaste åren uppvisat en kombination av tillväxt och lönsamhet. Under 2025 ökade nettoomsättningen till 537,8 MSEK, motsvarande en tillväxt om 184,5 %, samtidigt som EBITDA uppgick till cirka 53,8 MSEK. Den organiska tillväxten uppgick till över 26 %, vilket visar att koncernen inte enbart växer genom förvärv utan även genom expansion i befintliga verksamheter.

5. Attraktiv värdering i relation till tillväxtutsikter

Trots en period av stark expansion, ökande lönsamhet och stark aktiekursutveckling handlas Sustainion på nivåer som framstår som attraktiva i relation till bolagets framtida tillväxtpotential. En kombination av organisk tillväxt, förvärvsdriven expansion och flera dotterbolag i attraktiva nischer anser vi skapar goda förutsättningar för fortsatt värdeskapande, vilket vi bedömer att marknaden ännu inte fullt ut reflekterar i värderingen.

Motargument

1. Förvärvsdriven tillväxt med integrationsrisk

En central del av Sustainions strategi är att växa genom förvärv av entreprenörsledda teknikbolag. Även om denna modell kan skapa värde innebär den samtidigt en ökad komplexitet i koncernen och en risk kopplad till integration, styrning och kapitalallokering. Misslyckade förvärv eller svag utveckling i enskilda dotterbolag kan påverka koncernens resultat negativt och skapa större resultatvolatilitet över tid.

2. Relativt hög koncernkomplexitet och decentraliserad struktur

Sustainion driver en decentraliserad struktur där dotterbolagen i stor utsträckning opererar självständigt. Även om modellen möjliggör entreprenörsdriven utveckling kan den samtidigt göra det svårare att realisera operativa synergier och skapa effektiv styrning på koncernnivå. Detta kan innebära att värdeskapandet i större utsträckning är beroende av enskilda bolags prestation snarare än koncernövergripande skalbarhet.

3. Exponering mot cykliska industrisegment

Flera av Sustainions verksamheter är exponerade mot industrikonjunktur och investeringscykler, exempelvis inom automation, miljöteknik och energirelaterad infrastruktur. I perioder med svagare makroekonomiskt klimat kan efterfrågan från industri- och offentliga kunder minska eller skjutas upp, vilket kan påverka både orderingång och lönsamhet i koncernen.

4. Löpande aktieutspädningar

Sustainions tillväxtstrategi bygger till stor del på förvärv, där finansieringen i flera fall sker genom nyemitterade aktier, både vid initiala förvärv och i samband med resultatbaserade tilläggsköpeskillningar (earnouts). Detta innebär en löpande risk för utspädning för befintliga aktieägare. Även om förvärven kan bidra positivt till resultat och kassaflöde över tid, finns en risk att värdeskapandet per aktie blir lägre om emissioner genomförs till nivåer som inte fullt ut reflekterar den långsiktiga potentialen i förvärven.

5. Begränsad historik i nuvarande koncernstruktur

Sustainion i sin nuvarande form etablerades först 2021, vilket innebär att koncernen har en relativt kort historik. Även om tillväxten hittills varit stark finns det begränsad historik att utvärdera kring hur bolaget presterar över en hel konjunkturcykel eller hur väl strategin fungerar när koncernen växer i storlek och komplexitet.

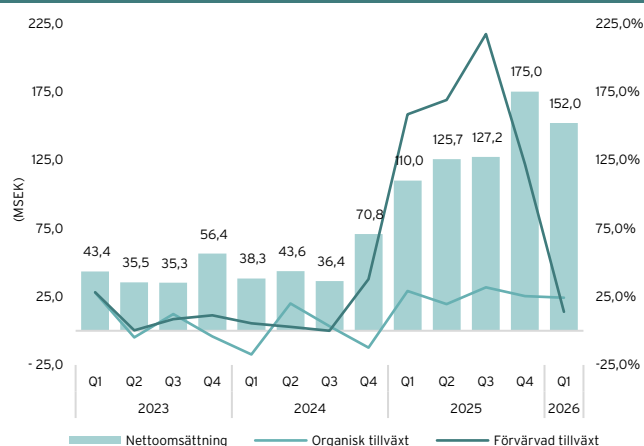
Sustainion inleder året starkt - den hållbara tillväxten fortsätter

Totala intäkter uppgick till 150,7 MSEK (108,5) i kvartalet, vilket innebär en total ökning om 38,9 %. Nettoomsättningen uppgick till 152,0 MSEK (110,0), medan förändring av produkter i arbete och övriga intäkter uppgick till -3,4 MSEK (-2,2) respektive 2,1 MSEK (0,7).

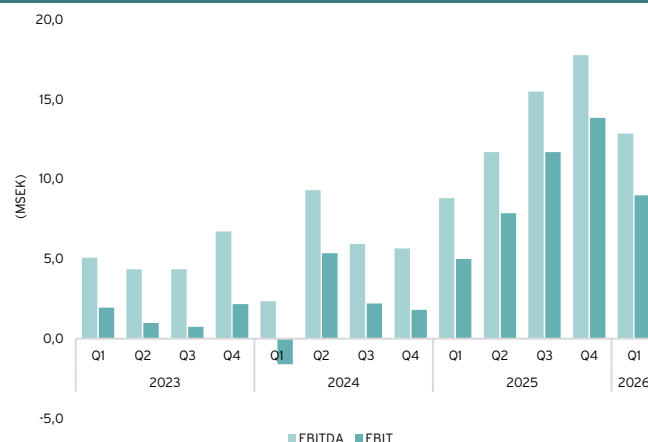
Nettoomsättningen växte under kvartalet med 38,2 % (29,1), varav den organiska tillväxten uppgick till hela 24,2 % (29,1). Den organiska tillväxten drevs till stor del av utvecklingen inom Skårebo Energi, men även det senare förvärvet av Karlsborgs Plåtproduktion (KPP) som under kvartalet kunde leverera till en stor del av den orderstock som bolaget byggt upp under det andra halvåret 2025.

Under kvartalet stärktes EBITDA till 12,9 MSEK (8,8), en marginal om 8,5 % (8,0). Trots en stark lönsamhetsökning så understiger marginalen fortsatt den finansiella målsättningen om 12 % EBITDA-marginal, vilket till stor del påverkas av den lägre marginal Skårebo har i egenskap av grossist. Även EBIT stärktes under kvartalet till 9,0 MSEK (5,0), en marginal om 5,9 % (4,6).

Nettoomsättning, kvartal



EBITDA och EBIT, kvartal



Utfall vs estimat

Rapporten inkom starkare än våra förväntningar på alla plan, primärt drivet av en mindre påverkan av vädereffekterna samt en snabbare leverans av uppbyggd orderstock än vi väntat oss. Det som särskilt stack ut var den organiska tillväxten på 24,2 %, jämfört med våra estimat om 2,2 %. Gällande bruttomarginalen inkom den svagt lägre än vi väntat oss, detta eftersom Skårebo i egenskap av grossist, levererade starkare än vi estimerat under kvartalet. Kostnadsbasen inkom i linje med våra förväntningar, och givet den starka utvecklingen avseende nettoomsättningen så inkom lönsamheten högre än vi estimerat.

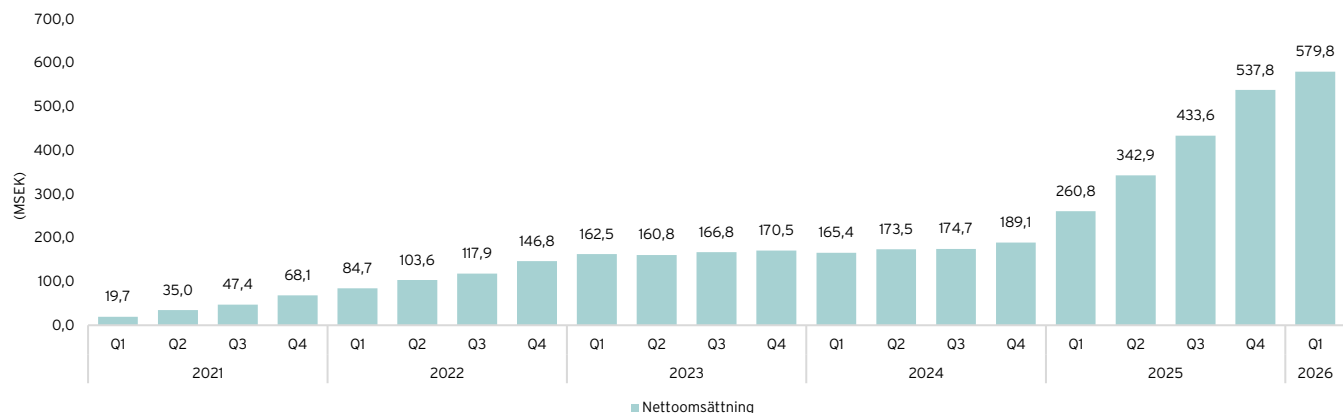
Utfall vs estimat Q1'26

(MSEK)	Q1'25A	Q2'25A	Q3'25A	Q4'25A	Q1'26A	Q1'26E	Diff.
Nettoomsättning	110,0	125,7	127,2	175,0	152,0	126,1	25,9
Förändring av produkter i arbete	-2,2	-1,7	-0,1	1,8	-3,4	-1,7	-1,7
Övriga intäkter	0,7	1,1	3,2	1,4	2,1	1,3	0,9
Totala intäkter	108,5	125,1	130,2	178,3	150,7	125,6	25,1
Bruttoresultat	34,8	36,6	34,2	52,3	49,5	41,7	7,8
<i>Bruttomarginal</i>	<i>31,7%</i>	<i>29,1%</i>	<i>26,9%</i>	<i>29,9%</i>	<i>32,6%</i>	<i>33,1%</i>	<i>-0,5pp</i>
Övriga externa kostnader	-8,6	-7,9	-7,0	-14,0	-14,2	-11,2	-3,0
Personalkostnader	-16,0	-16,4	-14,8	-23,8	-21,2	-23,6	2,5
Rörelsekostnader	-24,5	-24,2	-21,8	-37,8	-35,4	-34,8	-0,6
EBITDA	8,8	11,7	15,5	17,8	12,9	8,2	4,6
<i>EBITDA-marginal</i>	<i>8,0%</i>	<i>9,3%</i>	<i>12,2%</i>	<i>10,2%</i>	<i>8,5%</i>	<i>5,1%</i>	<i>3,3pp</i>
Av- och nedskrivningar	-3,8	-3,8	-3,8	-3,9	-3,9	-4,2	0,3
EBIT	5,0	7,9	11,7	13,8	9,0	2,3	6,7
<i>EBIT-marginal</i>	<i>4,6%</i>	<i>6,3%</i>	<i>9,2%</i>	<i>7,9%</i>	<i>5,9%</i>	<i>1,8%</i>	<i>4,1pp</i>

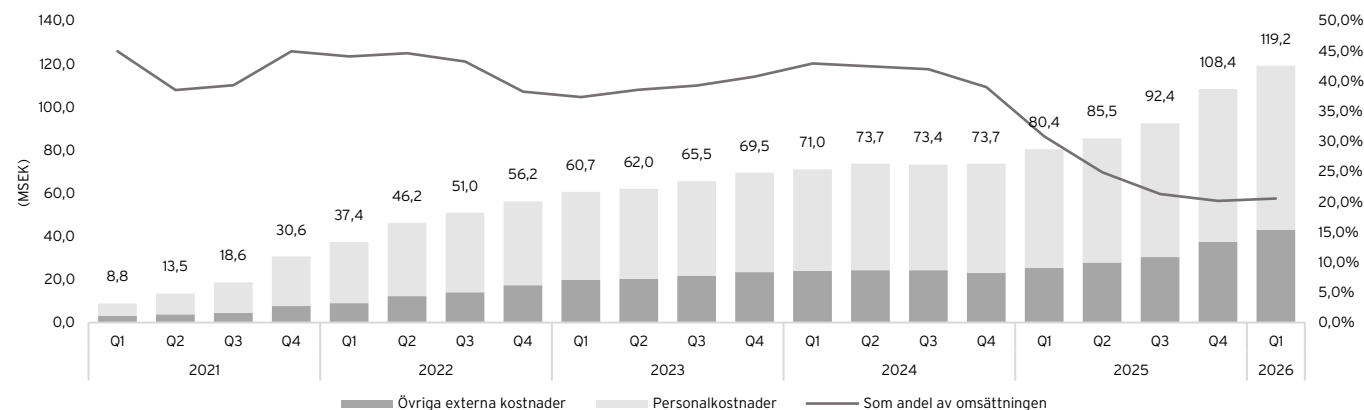
Tillväxtresan fortsätter

Under kvartalet fortsatte Sustainion exekvera på sin strategi och uppvisade fortsatt hög tillväxt och ökad lönsamhet. Proforma uppgår Sustainions nettoomsättning till cirka 619,0 MSEK, att jämföra mot nuvarande 579,8 MSEK. KPP, som ännu bara inkluderats i böckerna under 2 kvartal, hade under 2025 en nettoomsättning om 51,6 MSEK med en EBIT på 11,0 MSEK¹. Vidare uppvisade det senaste förvärvet Diemma B.V., som inkluderas i böckerna från Q2'26, en nettoomsättning om cirka 19,5 MSEK med en EBIT om 3,3 MSEK under 2025³.

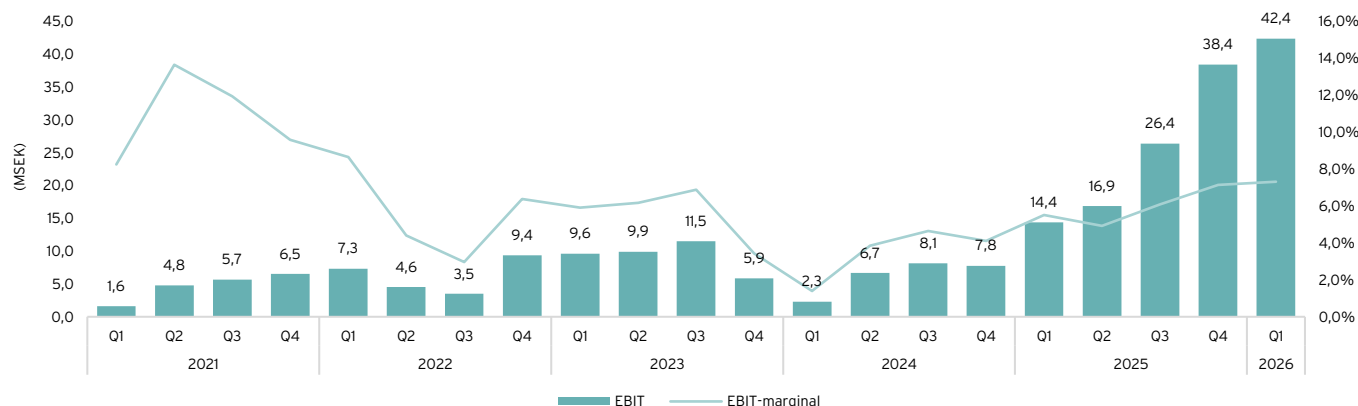
Nettoomsättning, R12



Rörelsekostnader, R12



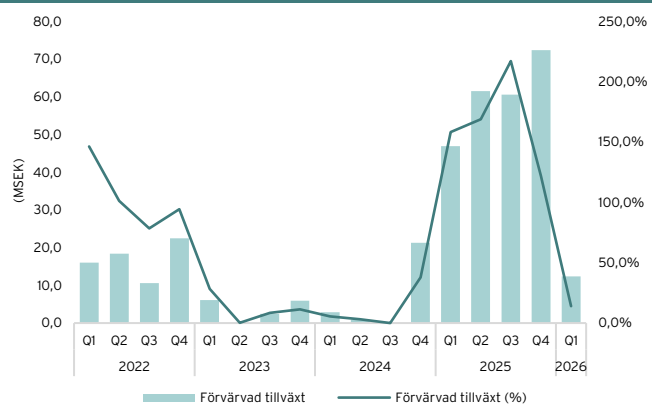
EBIT och EBIT-marginal, R12



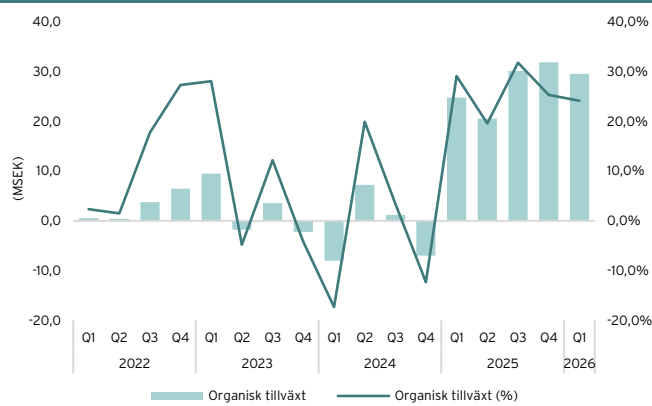
Fortsatt imponerande organisk utveckling

Under kvartalet uppgick Sustainions organiska tillväxt till 24,2 % (29,1), vilket fortsatt är i det övre spannet av bolagets långsiktiga mål om 10-25 %, trots ett mycket starkt jämförelsekvartal. Den totala nettoomsättningen ökade med 38,2 % till 152,0 MSEK (110,0), där tillväxten drevs av både fortsatt stark utveckling i flera dotterbolag samt bidrag från det tidigare genomförda förvärvet av KPP. Bolaget uppger att en kall februarimånad medförde förskjutningar av vissa kundprojekt, förskjutningar som däremot kunde levereras under mars. Utvecklingen inom koncernen beskrivs fortsatt vara god, där särskilt Skårebo fortsatte expandera på nya geografiska marknader samtidigt som efterfrågan inom elektrifiering och miljöteknik förblev stark. EnviroClean fortsatte bearbetningen av marknaden för partikelmätning i Europa efter det tyska godkännandet, samtidigt som EHC Teknik fortsatte stärka sin internationella närvaro inom emissionsfiltrering. Efter kvartalets slut tillträdde Sustainion även aktierna i det nederländska bolaget Diemma B.V., vilket blir koncernens första utländska förvärv och bedöms skapa både kommersiella och tekniska synergier med EHC Teknik.

Karlsborgs Plåtproduktion bidrog till förvärvade tillväxten...



...men den organiska utvecklingen var det största dragloket



Hög andel förvärvad tillväxt inkluderas i böckerna framåt

Konsolideringen av KPP i böckerna var en positiv bidragsfaktor i kvartalet, både till den förvärvade och organiska tillväxten. I slutet av sommaren väntas KPP byta lokaler, något som KPP informerat dess kunder om. Detta innebär att bolaget förväntar sig tidigarelagda orders, med en förväntad effekt i Q2 och början av Q3. I samband med lokalbytet, som kommer ske i etapper, väntas lokalerna vara i drift parallellt för att säkerställa leverans, men ledningen uppger att det trots detta finns vissa osäkerheter relaterade till leveransen under övergångsperioden. Den långsiktiga potentialen av lokalbytet beskrivs som betydande, då flera interna flaskhalsar väntas försvinna och den operativa effektiviteten väntas höjas avsevärt.

Förvärven av Karlsborgs Plåtproduktion (KPP) och Diemma B.V. kommer addera cirka 38,8 MSEK inkrementellt under de kommande 12 månaderna. Bolagen har dessutom goda förutsättningar för att utvecklas organiskt framöver, vilket bland annat KPP gjorde under det senaste kvartalet. Det nederländska bolaget Diemma B.V., med varumärket Emficon, beskrivs ha flertalet synergier med EHC Teknik som sannolikt kan komma att realiseras under kommande år.

Adderad förvärvad tillväxt (estimerade säsongeffekter)

(MSEK)	2024				2025				2026				2027			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Skårebo Energi				21,3	46,9	61,5	58,4	54,9								
Karlsborgs Plåtproduktion							2,2	17,4	12,4	12,0	7,4					
Diemma B.V.										2,4	4,8	4,8	4,8	2,4		
Summa förvärvad tillväxt	2,9	0,9	0,0	21,3	46,9	61,5	60,5	72,4	12,4	14,4	12,3	4,8	4,8	2,4	0,0	0,0

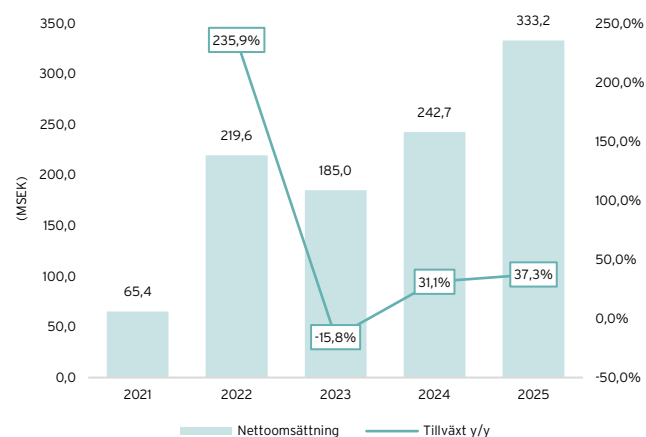
Skårebo Energi - urstarkt 2025 och stark inledning på 2026

Sustainions största och mest snabbväxande dotterbolag, Skårebo Energi, uppvisade en stark organisk utveckling under 2025. Skårebos nettoomsättning ökade under 2025 till 333,2 MSEK (242,7), en tillväxt på totalt 37,3 %. Vidare ökade lönsamheten, mätt som EBIT, till 25,5 MSEK (15,1), motsvarande en EBIT-marginal om 7,6 % (6,2). Skårebos starka tillväxt var en stor drivkraft till Sustainions utveckling under 2025, där Skårebo under 2025 stod för cirka 62 % av Sustainions intäkter. Skårebo har i egenskap av grossist en lägre bruttomarginal än Sustainion i sin helhet. Bruttomarginalen uppgick för helåret 2025 till cirka 16,4 %, detta att jämföra mot Sustainions bruttomarginal på 29,4 %.

Skårebos partner Zaptec redovisade rekordomsättning och lönsamhet under Q1'26, drivet av ett starkt momentum i den europeiska EV (electrified vehicles) marknaden. Zaptecs starka utveckling och stabila orderstock talar för ett starkt momentum även för Sustainion, då Skårebo är en stor distributör av Zaptecs produkter på dess marknader. Sustainion uppgav att februari under Q1 påverkades installationstakten negativt, om än orderboken byggdes upp och kunde levereras till under mars. Vi bedömer att det finns goda anledningar att tro att Skårebos momentum in i Q2 fortsatt är starkt. Kortsiktiga installationssvårigheter bedömer vi inte påverkar den långsiktiga efterfrågan på elbilsladdning, något som Zaptecs Q1-rapport bekräftar.

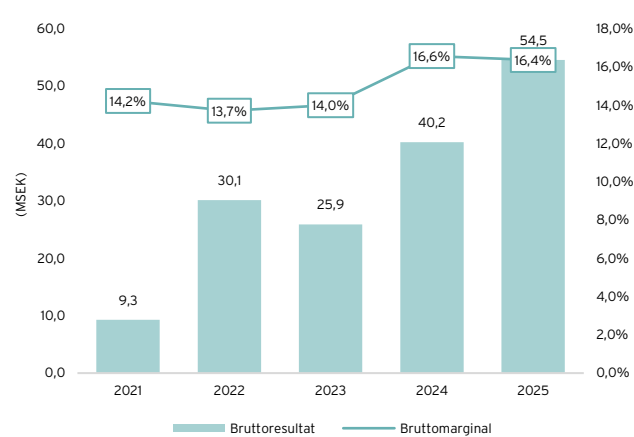
Inför Q2, närmare bestämt under april, har Skårebo lanserat energistyrning- och lagringslösningar till sitt erbjudande. Sustainions ledning beskriver att lanseringen är ett naturligt steg i Skårebos fortsatta tillväxtresa, och ser positivt på den tidiga respons som Skårebo fått på lanseringen. Energilagringssystemen är till skillnad mot laddboxar betydligt dyrare till slutkund, uppskattningsvis 15-20x dyrare, vilket innebär att det krävs betydligt lägre volymer för att leverera lika höga intäkter. Då installatörer av laddboxar (Skårebos kunder) redan utför installationer av energilagringssystem, är expansionen av erbjudandet ett naturligt steg som inte kräver betydande marknadsföringsinsatser eller en egen go-to-market-strategi. Efterfrågan bedöms finnas från dag ett på plattformen, vilket väntas driva tillväxt från Q2 och framåt.

Nettoomsättning, helår



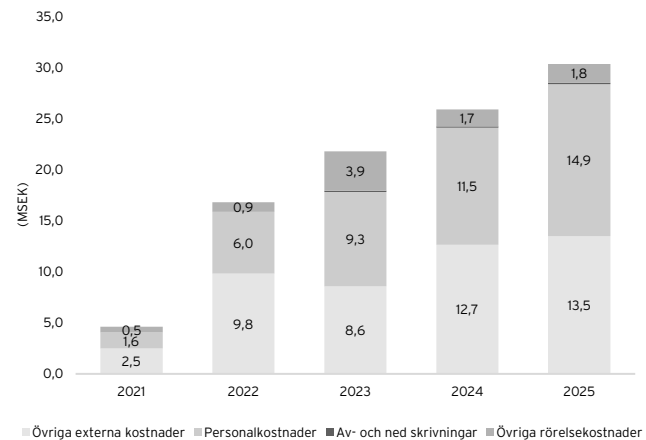
Källa: merinfo.se

Bruttovinst och bruttomarginal, helår



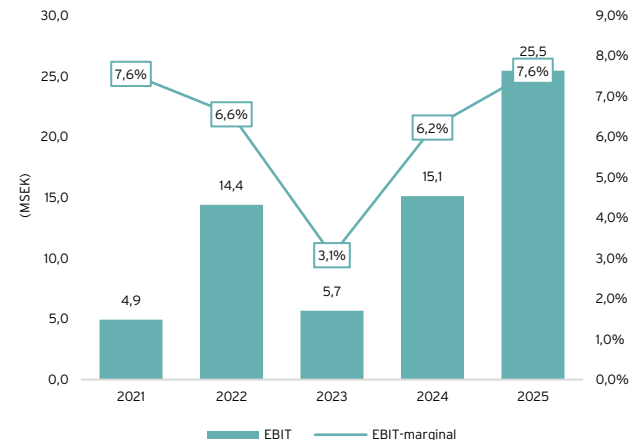
Källa: merinfo.se

Rörelsekostnader, helår



Källa: merinfo.se

EBIT, helår



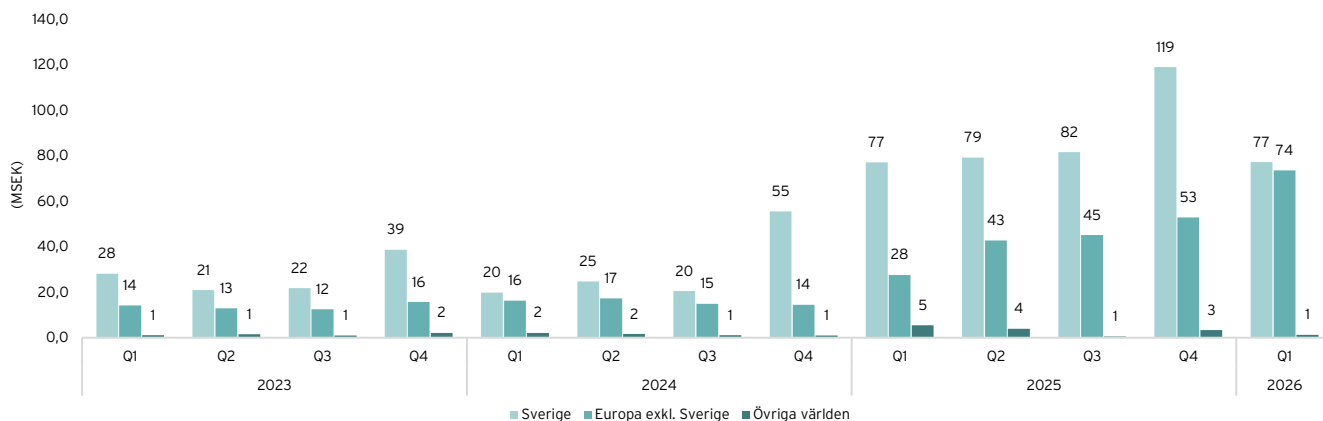
Källa: merinfo.se

"Sustainionmodellen" levererar - växer starkt på utländska marknader

Under kvartalet fortsatte Sustainions geografiska expansion, till stor del drivet av Skårebo som under 2025 satsade på sitt erbjudande bortom Sveriges gränser. På hemmamarknaden uppgick nettoomsättningen till 77,2 MSEK (77,0), en tillväxt på 0,2 % (287,8). I Danmark inkom nettoomsättningen på 31,8 MSEK (9,9), en tillväxt om 219,6 %. Det största tillväxtbidraget mätt i SEK, kom från Europa (exklusive Sverige och Danmark) där nettoomsättningen uppgick till 41,8 MSEK (17,6), en tillväxt om 136,8 % (69,4). Utvecklingen på den svenska marknaden stack ut som oförändrad y/y, men beror sannolikt på väderförhållanden snarare än strukturella tillväxtbegränsningar.

En del av Sustainions förvärvsmodell innebär att stötta de förvärvade bolagen med resurser, expertis, centrala funktioner och i vissa fall geografisk expansion. Vi kan tydligt se i utvecklingen av Sustainions geografiska intäktsfördelning att den geografiska expansionen har fallit ut mycket väl under det senaste året, där hemmamarknaden Sverige numera endast utgör 50,8 % av intäkterna i kvartalet.

Geografisk intäktsfördelning

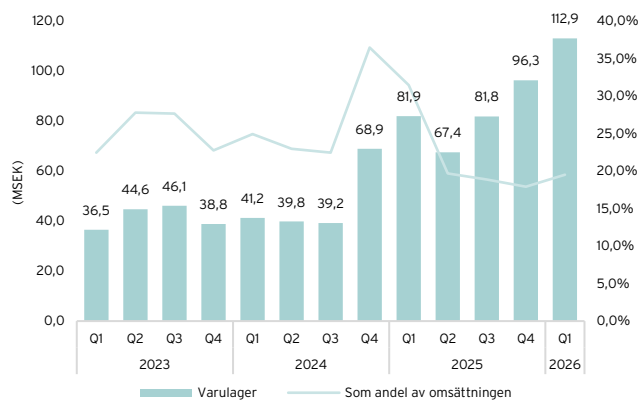


Fulladdade batterier inför årets resterande kvartal

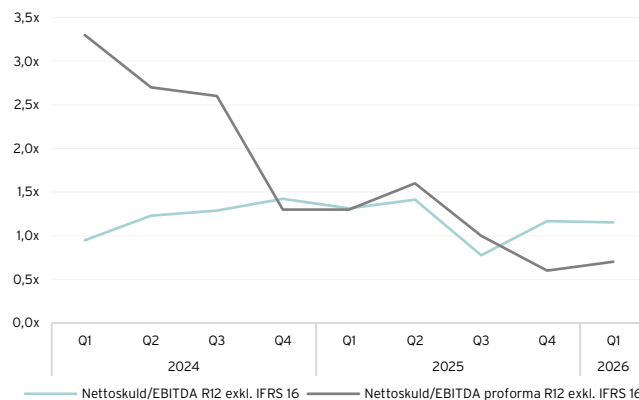
Lanseringen av Skårebos erbjudande internationellt har hittills fungerat mycket väl, och satsningen mot hembatterier väntas driva ytterligare efterfrågan på Skårebos erbjudande. I samband med förvärvet av Diemma B.V. tog Sustainion in pengar i syfte att investera i Skårebos varulager. Under kvartalet ökade Sustainions varulager sekventiellt med cirka 17 MSEK, vilket stödjer tillväxtsatsningen mot hembatterier och signalerar optimism inför de kommande kvartalen. Bolagets ledning framhåller i vår intervju att lagerökningen speglar det starka momentum bolaget ser i marknaden inför kommande kvartal.

En del av Sustainions tillväxtstrategi är att förvärva och utveckla andra bolag som passar in i Sustainions portfölj. Bolaget har en uttalad målsättning att utföra 2-3 selektiva förvärv årligen, en strategi som historiskt fungerat väl för Sustainion. Förvärvsutrymmet per Q1'26 är fortsatt starkt med en skuldsättningsgrad om 1,5x proforma EBITDA, med en målsättning om att nyckeltalet inte får överstiga 3,0x. Inklusive tilläggsköpeskillningar men exkluderat leasing, uppgår nyckeltalet till 1,2x EBITDA R12. Givet Sustainions relativt attraktiva förvärvsutrymme finns goda förutsättningar för att fortsatt tillväxt och värdeskapande sker genom förvärv under året.

Varulagret tas upp inför Q2...



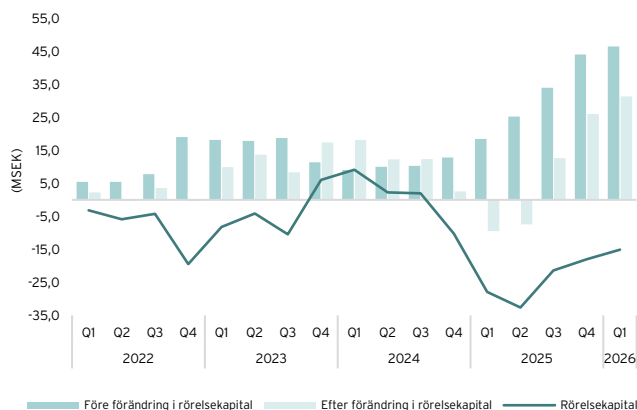
...med fortsatt attraktivt förvärvsutrymme



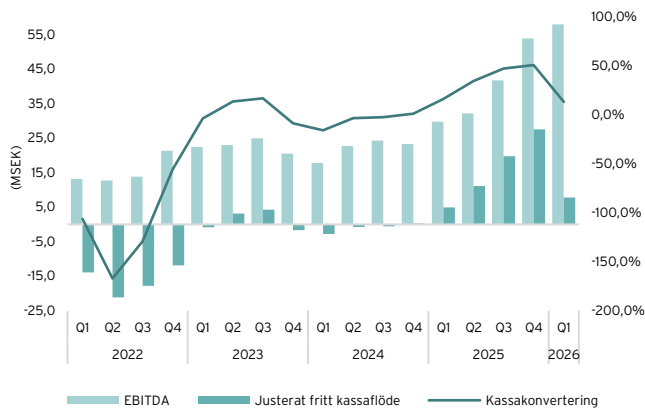
Återinvesterade kassaflöden och fortsatt stark balansräkning

Kassaflödet från den löpande verksamheten före förändring i rörelsekapital uppgick till 8,6 MSEK (6,1). Förändringar i rörelsekapital påverkade kassaflödet negativt och uppgick till -7,5 MSEK (-10,1), vilket innebar att kassaflödet från den löpande verksamheten efter förändringar i rörelsekapital uppgick till 1,0 MSEK (-4,3). Kassaflödet från investeringsverksamheten uppgick till -22,6 MSEK (-12,9) till följd av lokalbyte för både Skårebo och KPP. Det fria kassaflödet uppgick därmed till -21,6 MSEK (-17,2). Justerat fritt kassaflöde (kassaflöde från den löpande verksamheten före förändring av rörelsekapital - CAPEX - amortering av leasingsskuld) uppgick till -16,8 MSEK (2,9). Kassaflödet från finansieringsverksamheten uppgick till 10,7 MSEK (5,2), drivet av nyemissionen i samband med förvärvet av Diemma B.V. Periodens totala kassaflöde uppgick därmed till -10,9 MSEK (-12,1), vilket resulterade i en kassa om 15,0 MSEK (11,5) vid kvartalets slut.

Kassaflöde från den löpande verksamheten, R12

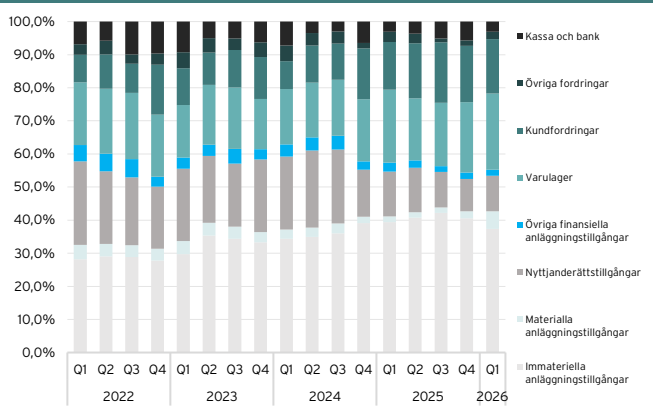


Justerat fritt kassaflöde och kassakonvertering, R12

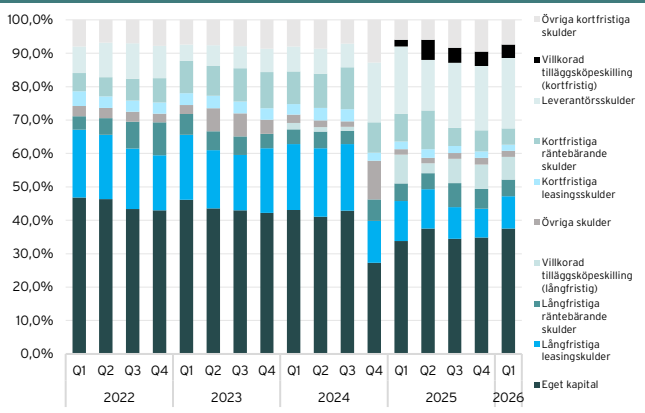


Sustainions balansräkning speglar bolagets förvärvsstrategi, där immateriella tillgångar utgör cirka 37 % av tillgångssidan till följd av genomförda förvärv. Materiella tillgångar utgör cirka 11 %, vilket speglar bolagets industriella inriktning. Soliditeten uppgår till cirka 38 %. Den räntebärande skuldsättningen är relativt begränsad och nettoskulden låg i relation till koncernens storlek. Bolagets stabila balansräkning och kassagenererande dotterbolag innebär att Sustainion har finansiellt utrymme att fortsätta genomföra förvärv och/eller fortsätta expandera koncernen organiskt genom befintliga dotterbolag.

Balansräkning, tillgångar



Balansräkning, skulder och eget kapital



Långsiktiga finansiella mål

Omsättningstillväxt:	10-25 % årlig organisk omsättningstillväxt
Lönsamhet:	EBITDA-marginal överstigande 12 %
Nettoskuld/EBITDA	Nettoskuld/EBITDA proforma R12 ska inte överstiga 3,0x

Värdering

Key stats

Antal aktier	217 147 505	Börsvärde (MSEK)	412,6
Aktiekurs (SEK)	1,9	Nettoskuld* (MSEK)	86,7
		Enterprise value (MSEK)	499,3

*exklusive IFRS 16, inklusive tilläggsköpeskillingar

Rullande 12 månader

Nettoomsättning	579,8	EV/S	0,9
EBIT	42,4	EV/EBIT	11,8
Vinst	27,5	P/E	15,0
FCF	-2,8	EV/FCF	neg.

Källa: Börsdata

Historiskt snitt

	EV/S	EV/EBIT	P/E	EV/FCF
Snitt 3 år	1,1	26,4	40,2	49,7
Snitt 5 år	1,8	37,0	39,9	34,7

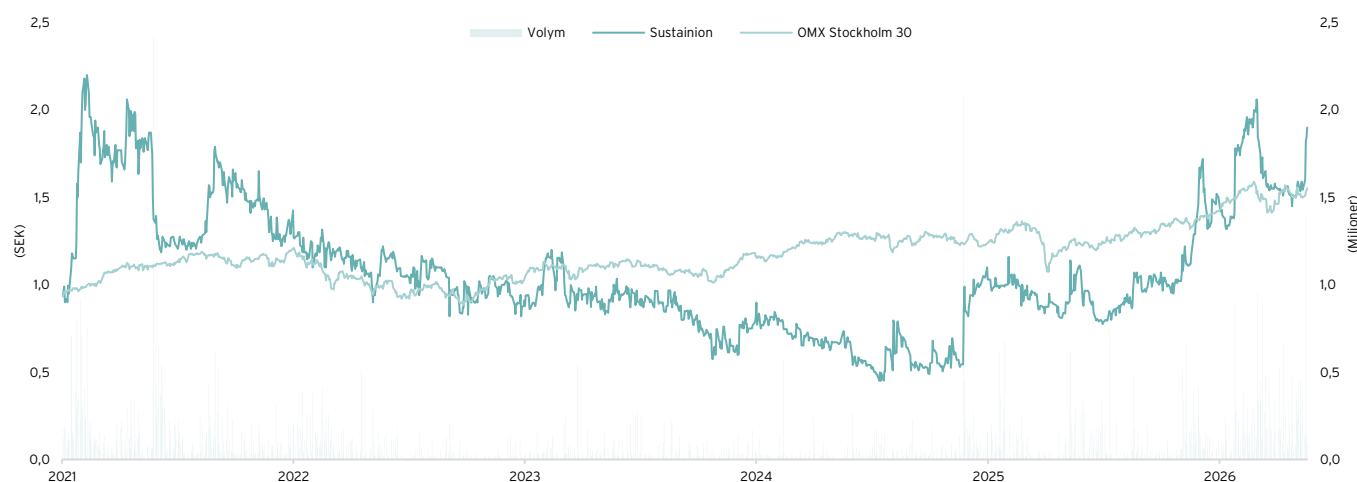
Källa: Börsdata

Nyckeltal

Bruttomarginal	EBITDA-marginal	EBIT-marginal	Vinstmarginal
30,5 %	10,0 %	7,3 %	4,7 %
OPCF-marginal	FCF-marginal	ROE	ROIC
5,4 %	neg.	14,9 %	9,7 %

Källa: Börsdata

Aktiekurs mot OMX Stockholm 30 (indexerat)



Peers

Vi anser att det finns ett begränsat antal bolag som är direkt jämförbara med Sustainion, givet bolagets korta historik och begränsade track record. Den mest relevanta peer-gruppen utgörs av mindre förvärvsdrivna industribolag, även om dessa inte är fullt jämförbara. Flera av bolagen i gruppen har en längre historik av förvärv och en mer etablerad portfölj, vilket generellt innebär högre kvalitet och förutsägbarhet. Det går därmed resonera kring att Sustainions kortare historik och lägre börsvärde motiverar en rabatt relativt dessa bolag.

Det är värt att förstå hur Sustainion tillämpar sin definition av organisk tillväxt. All inkrementell tillväxt i förvärvade bolag redovisas som organisk, medan förvärvad tillväxt avser föregående års nettoomsättning i de förvärvade bolagen. Detta innebär att förbättringar i förvärvade bolag synliggörs i den organiska tillväxten, vilket kan skilja sig från hur vissa jämförelsebolag rapporterar. Definitionen är inte felaktig, men kan i vissa fall avvika från hur vissa jämförelsebolag rapporterar, vilket bör beaktas vid en jämförelse.

Sustainion är mindre och har en kortare historik än samtliga jämförelsebolag, men har under det senaste året uppvisat en stark fundamental utveckling och förväntas fortsätta växa under de kommande åren. Intäktsbasen är dock mer koncentrerad, där utvecklingen i Skårebo i stor utsträckning påverkar den organiska tillväxten. Mot denna bakgrund bedömer vi att Sustainion bör handlas till en rabatt relativt peer-gruppen. Peer-gruppen handlas i genomsnitt till cirka 17x EBIT för innevarande år och 15x för 2027. Vi anser därför att en multipel om 12x EBIT är motiverad, givet bolagets storlek, historik och riskprofil.

Mindre förvärvsbolag inom industri

Bolag	Börsvärde	EV	EV/S			EV/EBIT			Nettoomsättning		EBITDA		EBIT	
			R12	2026E	2027E	R12	2026E	2027E	MSEK R12	5y CAGR	Marginal	5y CAGR	Marginal	5y CAGR
Berner Industrier	1 464,5	1 619,1	1,6x	n/a	n/a	16,4x	n/a	n/a	1 017,5	6,5%	13,6%	18,4%	9,7%	26,9%
Bufab	22 447,1	25 790,1	3,2x	3,0x	2,8x	25,3x	20,3x	18,5x	8 109,0	6,6%	16,4%	9,2%	12,5%	8,9%
HAKI Safety B	573,9	981,9	0,8x	0,8x	0,8x	13,3x	10,5x	8,2x	1 202,0	6,9%	12,1%	15,8%	6,2%	1,1%
Idun Industrier	3 902,6	4 815,6	2,0x	1,8x	1,8x	24,4x	17,2x	16,0x	2 387,6	15,5%	16,0%	13,7%	8,3%	13,4%
Karnell Group	4 273,4	4 836,3	2,7x	n/a	n/a	20,7x	n/a	n/a	1 785,6	33,4%	19,5%	42,3%	13,0%	46,5%
Momentum Group	6 007,2	6 590,2	2,1x	2,1x	1,9x	23,6x	21,5x	18,6x	3 098,0	15,7%	14,3%	16,2%	8,8%	12,1%
Sdipotech	9 498,0	13 026,0	2,5x	2,7x	2,6x	35,7x	11,8x	11,0x	5 125,0	13,5%	23,6%	19,1%	7,1%	0,0%
Seafire	555,2	757,2	0,6x	n/a	n/a	76,6x	n/a	n/a	935,0	17,3%	6,7%	11,8%	0,7%	-16,0%
Teqnon	2 708,8	3 204,5	1,7x	n/a	n/a	19,9x	n/a	n/a	1 868,1	15,2%	16,5%	17,0%	8,6%	9,0%
Vestum	4 720,2	6 588,2	1,8x	1,7x	1,6x	60,4x	24,7x	19,6x	3 702,0	23,0%	15,5%	29,0%	2,9%	19,4%
Volati	7 096,5	10 591,5	1,4x	1,5x	1,4x	20,5x	11,2x	10,0x	7 439,0	3,4%	12,2%	0,8%	6,8%	-3,9%
Snitt	5 749,8	7 163,7	1,9x	1,9x	1,8x	30,6x	16,7x	14,6x	3 333,5	14,3%	15,1%	17,6%	7,7%	10,7%
Median	4 273,4	4 836,3	1,8x	1,8x	1,8x	23,6x	17,2x	16,0x	2 387,6	15,2%	15,5%	16,2%	8,3%	9,0%
Sustainion	412,6	499,3	0,9x	0,8x	0,7x	13,0x	10,0x	7,8x	579,8	53,4%	10,0%	38,1%	7,3%	42,0%

Källa: Factset, Kalqyl Research

Förändringar i våra estimat

Vi har reviderat upp våra estimat avseende den organiska tillväxten kommande år, till följd av ett markant starkare organiskt momentum under Q1'26 än vi förväntat oss. Detta kompenseras däremot med en nedrevidering avseende förvärvstakten, då vi bedömer att fortsatt hög organisk tillväxt kräver att en stor del av bolagets kassaflöden binds upp i rörelsekapital. Vidare har bolaget tilläggsköpeskillningar som väntas betalas ut under de kommande åren, vilket också kommer begränsa förvärvsmöjligheterna med egna kassaflöden.

Vi anser att den långsiktiga tillväxtplanen är intakt, men har samtidigt tagit höjd för kortsiktiga fluktuationer relaterade till flytten av Karlsborgs Plåtproduktions nya anläggningar. Däremot bedömer vi att bolagets momentum just nu är starkt, och att det finns goda anledningar till att bolaget kommer prestera starkt kommande kvartal. Inom KPP väntas flera kunder tidigarelägga ordrar inför flytten, något som kortsiktigt väntas gynna försäljningen i Q2. Vidare lanseras energilagringssystemen inom Skårebo under Q2, vilket tillsammans med dess starka momentum i Danmark och övriga världen väntas bidra starkt till tillväxten, trots starka jämförelsetal. Den stora genombrottsordern inom EHC Teknik om 6 MSEK väntas även levereras under Q2⁴, en order med hög inkrementell lönsamhet.

Estimatrevideringar

	Uppdaterade		Tidigare		Förändring (abs)		Förändring %	
	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
Nettoomsättning	660,7	735,1	627,9	730,9	32,8	4,3	5,2%	0,6%
<i>% y-o-y</i>	<i>22,8%</i>	<i>11,3%</i>	<i>16,8%</i>	<i>16,4%</i>			<i>6,1pp</i>	<i>-5,1pp</i>
<i>varav organisk tillväxt</i>	<i>11,9%</i>	<i>4,5%</i>	<i>4,8%</i>	<i>4,4%</i>			<i>7,1pp</i>	<i>0,1pp</i>
<i>varav förvärvat tillväxt</i>	<i>11,0%</i>	<i>6,8%</i>	<i>11,9%</i>	<i>12,0%</i>			<i>-1,0pp</i>	<i>-5,2pp</i>
Förändring av produkter i arbete	-2,8	-0,8	-1,1	-0,8	-1,7	0,0	152,7%	0,0%
Övriga intäkter	6,9	9,2	6,1	9,2	0,9	0,0	14,1%	0,0%
Totala intäkter	664,8	743,6	632,8	739,3	31,9	4,3	5,0%	0,6%
Bruttoresultat	207,6	238,9	197,0	236,9	10,6	2,0	5,4%	0,8%
<i>Bruttomarginal</i>	<i>31,4%</i>	<i>32,5%</i>	<i>31,4%</i>	<i>32,4%</i>			<i>0,0pp</i>	<i>0,1pp</i>
<i>% y-o-y</i>	<i>31,4%</i>	<i>15,1%</i>	<i>24,7%</i>	<i>20,3%</i>			<i>6,7pp</i>	<i>-5,2pp</i>
Övriga externa kostnader	-54,9	-61,2	-51,7	-63,2	-3,2	2,0	6,2%	-3,2%
Personalkostnader	-90,5	-108,6	-93,0	-111,5	2,5	2,8	-2,7%	-2,6%
Rörelsekostnader	-145,4	-169,8	-144,7	-174,7	-0,7	4,8	0,5%	-2,8%
<i>% y-o-y</i>	<i>34,2%</i>	<i>16,8%</i>	<i>33,5%</i>	<i>20,7%</i>			<i>0,7pp</i>	<i>-3,9pp</i>
EBITDA	66,2	77,4	57,2	70,6	9,0	6,8	15,8%	9,6%
<i>EBITDA-marginal</i>	<i>10,0%</i>	<i>10,5%</i>	<i>9,1%</i>	<i>9,7%</i>			<i>0,9pp</i>	<i>0,9pp</i>
<i>% y-o-y</i>	<i>23,1%</i>	<i>16,9%</i>	<i>6,3%</i>	<i>23,4%</i>			<i>16,8pp</i>	<i>-6,5pp</i>
Av- och nedskrivningar	-16,3	-16,8	-16,8	-18,4	0,5	1,6	-3,1%	-8,7%
EBIT	50,0	60,6	40,4	52,2	9,5	8,4	23,6%	16,1%
<i>EBIT-marginal</i>	<i>7,6%</i>	<i>8,2%</i>	<i>6,4%</i>	<i>7,1%</i>			<i>1,1pp</i>	<i>1,1pp</i>
<i>% y-o-y</i>	<i>30,1%</i>	<i>21,4%</i>	<i>5,2%</i>	<i>29,2%</i>			<i>24,8pp</i>	<i>-7,9pp</i>

Estimat för 2026E

Estimat för 2026					
<i>(MSEK)</i>	Q1A	Q2E	Q3E	Q4E	2026E
Nettoomsättning	152,0	164,4	149,0	195,4	660,7
<i>% y-o-y</i>	<i>38,2%</i>	<i>30,8%</i>	<i>17,2%</i>	<i>11,6%</i>	<i>22,8%</i>
<i>varav organisk tillväxt</i>	<i>24,2%</i>	<i>15,6%</i>	<i>6,8%</i>	<i>4,8%</i>	<i>11,9%</i>
<i>varav förvärvad tillväxt</i>	<i>14,0%</i>	<i>15,2%</i>	<i>10,3%</i>	<i>6,8%</i>	<i>11,0%</i>
Förändring av produkter i arbete	-3,4	-1,5	-0,1	2,2	-2,8
Övriga intäkter	2,1	1,0	1,1	2,7	6,9
Totala intäkter	150,7	163,9	150,0	200,2	664,8
Bruttoresultat	49,5	53,0	44,6	60,5	207,6
<i>Bruttomarginal</i>	<i>32,6%</i>	<i>32,2%</i>	<i>29,9%</i>	<i>31,0%</i>	<i>31,4%</i>
<i>% y-o-y</i>	<i>42,2%</i>	<i>44,9%</i>	<i>30,2%</i>	<i>15,6%</i>	<i>31,4%</i>
Övriga externa kostnader	-14,2	-13,9	-11,8	-15,1	-54,9
Personalkostnader	-21,2	-24,7	-16,8	-27,9	-90,5
Rörelsekostnader	-35,4	-38,5	-28,6	-43,0	-145,4
<i>% y-o-y</i>	<i>44,1%</i>	<i>59,0%</i>	<i>30,8%</i>	<i>13,7%</i>	<i>34,2%</i>
EBITDA	12,9	14,0	17,0	22,4	66,2
<i>EBITDA-marginal</i>	<i>8,5%</i>	<i>8,5%</i>	<i>11,4%</i>	<i>11,4%</i>	<i>10,0%</i>
<i>% y-o-y</i>	<i>46,1%</i>	<i>19,3%</i>	<i>9,9%</i>	<i>25,7%</i>	<i>23,1%</i>
Av- och nedskrivningar	-3,9	-4,0	-4,2	-4,2	-16,3
EBIT	9,0	10,0	12,8	18,2	50,0
<i>EBIT-marginal</i>	<i>5,9%</i>	<i>6,1%</i>	<i>8,6%</i>	<i>9,3%</i>	<i>7,6%</i>
<i>% y-o-y</i>	<i>79,7%</i>	<i>26,8%</i>	<i>9,7%</i>	<i>31,2%</i>	<i>30,1%</i>

Estimat fram till 2027E

(MSEK)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
Nettoomsättning	146,8	170,5	189,1	537,8	660,7	735,1
% y-o-y	115,5%	16,1%	10,9%	184,5%	22,8%	11,3%
varav organisk tillväxt	11,6%	5,9%	-3,3%	26,3%	11,9%	4,5%
varav förvärvat tillväxt	103,8%	10,2%	14,2%	158,2%	11,0%	6,8%
Förändring av produkter i arbete	-3,5	-0,4	-1,0	-2,2	-2,8	-0,8
Övriga intäkter	2,2	6,2	8,2	6,5	6,9	9,2
Totala intäkter	145,5	176,3	196,2	542,1	664,8	743,6
EV/S	1,7	1,2	1,3	0,9	0,7	0,7
Bruttoresultat	78,8	84,2	89,8	158,0	207,6	238,9
Bruttomarginal	53,7%	49,4%	47,5%	29,4%	31,4%	32,5%
% y-o-y	129,7%	6,9%	6,7%	75,9%	31,4%	15,1%
Övriga externa kostnader	-17,3	-23,4	-23,0	-37,4	-54,9	-61,2
Personalkostnader	-38,9	-46,2	-50,7	-71,0	-90,5	-108,6
Rörelsekostnader	-56,2	-69,5	-73,7	-108,4	-145,4	-169,8
% y-o-y	83,5%	23,7%	6,1%	47,0%	34,2%	16,8%
EBITDA	21,3	20,5	23,3	53,8	66,2	77,4
EBITDA-marginal	14,5%	12,0%	12,3%	10,0%	10,0%	10,5%
% y-o-y	99,1%	-3,8%	13,5%	131,4%	23,1%	16,9%
EV/EBITDA	12,0	10,2	10,9	7,4	7,3	6,2
Av- och nedskrivningar	-11,9	-14,6	-15,5	-15,4	-16,3	-16,8
EBIT	9,4	5,9	7,8	38,4	50,0	60,6
EBIT-marginal	6,4%	3,4%	4,1%	7,1%	7,6%	8,2%
% y-o-y	43,2%	-37,4%	32,7%	393,8%	30,1%	21,4%
EV/EBIT	27,3	35,6	32,6	13,0	9,6	7,9

Motiverat värde i vårt huvudscenario

I vår värdering av Sustainion har vi inkluderat kassauppbyggnad och ökad skuldsättning till följd av de estimerade förvärven, med en köpeskilling baserad på bolagets historiska förvärvsmultiplar. Detta anser vi ger en rättvisande bild över utvecklingen i bolagets balansräkning, givet våra estimat. Vi har däremot inte tagit höjd för framtida emissioner i samband med förvärv eller betalning av tilläggsköpeskillingar, något som vi bedömer som relativt sannolikt givet bolagets incitamentsmodell och betalningsstruktur i samband med historiska förvärv.

Sustainion handlas i dagsläget till en rabatt relativt peers och bolagets egen historik. Värderingsnivån kan delvis förklaras av bolagets begränsade storlek, historik och marknadskännet, men även av en upplevd risk för återkommande utspädning kopplad till den förvärvsdrivna tillväxtmodellen och höga tilläggsköpeskillingar som ska betalas ut. Om bolaget fortsätter att leverera stabil organisk tillväxt och uppvisa värdeskapande förvärv ser vi däremot goda förutsättningar för att rabatten ska minska.

Vår applicerade peer-grupp värderas i genomsnitt till 16,7x EBIT på innevarande räkenskapsår, samt en medianmultipel om 17,2x. Vi anser däremot att Sustainion i dagsläget förtjänar en rabatt relativt dessa, givet att Sustainion ännu inte har bevisat sin förvärvsmodell över en längre tidshorisont. Mot denna bakgrund har vi valt att värdera Sustainion utifrån en multipel om 12x EBIT för helåret 2027E. Multipeln ger oss i sin tur ett börsvärde och en motiverad aktiekurs beräknat på 2027E.

(MSEK)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
EV/EBIT-multipel					12x	12x
Estimerad EBIT					50,0	60,6
Enterprise value					599,4	727,6
Nettoskuld exkl. IFRS 16 inkl. earn-outs					68,4	68,0
Börsvärde					531,0	659,6
Pris per aktie					2,4	3,0
Potentiell avkastning					28,7%	59,9%

Känslighetsanalys

EBITx	Huvudscenario 2026E			Huvudscenario 2027E		
	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %
4	131,4	0,6	-68,2%	174,5	0,8	-57,7%
5	181,3	0,8	-56,1%	235,2	1,1	-43,0%
6	231,3	1,1	-43,9%	295,8	1,4	-28,3%
7	281,2	1,3	-31,8%	356,4	1,6	-13,6%
8	331,2	1,5	-19,7%	417,0	1,9	1,1%
9	381,1	1,8	-7,6%	477,7	2,2	15,8%
10	431,1	2,0	4,5%	538,3	2,5	30,5%
11	481,0	2,2	16,6%	598,9	2,8	45,2%
12	531,0	2,4	28,7%	659,6	3,0	59,9%
13	580,9	2,7	40,8%	720,2	3,3	74,6%
14	630,9	2,9	52,9%	780,8	3,6	89,3%
15	680,8	3,1	65,0%	841,5	3,9	104,0%
16	730,8	3,4	77,1%	902,1	4,2	118,6%
17	780,8	3,6	89,2%	962,7	4,4	133,3%
18	830,7	3,8	101,3%	1 023,3	4,7	148,0%
19	880,7	4,1	113,5%	1 084,0	5,0	162,7%
20	930,6	4,3	125,6%	1 144,6	5,3	177,4%

Källförteckning

1. <https://www.merinfo.se/foretag/Karlsborgs-Pl%C3%A5tproduktion-Aktiebolag-5565432183/2kllyf-fcq0>
2. <https://www.merinfo.se/foretag/Sk%C3%A5rebo-Energi-AB-5592771355/2khshzv-221by>
3. <https://mf.n.se/cis/a/sustainion-group/sustainion-group-forvarvar-diemma-b-v-6ee06c85>
4. <https://mf.n.se/cis/a/sustainion-group/sustainion-group-sustainions-dotterbolag-ehc-teknik-erhaller-genombrottsorder-b64a7255>
5. <https://mf.n.se/cis/a/sustainion-group/delarsrapport-januari-mars-2026-adee5f0d>

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 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

Albin Eriksson äger inte aktier i det analyserade bolaget

Analysen är en uppdragsanalys