Sustainion Group

Rapportkommentar Q3'26

2026-11-06

Sustainion redovisade en fortsatt stark organisk tillväxt i Q3'26 och en förbättrad marginal jämfört med föregående kvartal. Nettoomsättningen ökade med 68,6 % till 214,3 MSEK (127,2) varav 46,8 % organiskt, förändring av produkter i arbete var -1,1 MSEK (-0,1) och övriga rörelseintäkter kom in på 3,4 MSEK (3,2). Bruttoresultatet landade på 51,9 MSEK (34,2), motsvarande en marginal om 24,2 % (26,9), EBITDA uppgick till 16,6 MSEK (15,5), motsvarande en marginal om 7,7 % (12,2), och EBIT till 10,7 MSEK (11,7), motsvarande en rörelsemarginal om 5,0 % (9,2). Nettoskuld/EBITDA proforma på rullande tolv månader landade på 1,7x (1,8).

Organiska tillväxten fortsätter imponera

Den organiska tillväxten ligger fortsatt långt över bolagets långsiktiga finansiella mål om 10–25 %, och den drivs till stor del av Skårebo Energi. Bakom utvecklingen ligger Skårebos internationella expansion, bland annat i Danmark, Nederländerna, Norge och Finland, samt batterisatsningen. Det syns också i den geografiska fördelningen, där marknaderna utanför Sverige står för en allt större andel av omsättningen. Vi ser heller inga tydliga tecken på att tillväxten avtar på kort sikt. I början av oktober tecknade Skårebo ett leveransavtal med en ledande svensk aktör inom energilösningar, med ett potentiellt årligt ordervärde om upp till 90 MSEK. Samarbetet med JKPG Solar breddar dessutom produktportföljen inom solenergi. Den förvärvade tillväxten var däremot svagare än väntat, då Ströman Maskin och Diemma B.V. hade ett lugnare kvartal.

Sekventiell återhämtning i marginalen med stöd för fortsatt förbättring

Marginalerna återhämtade sig sekventiellt i samtliga led men ligger fortsatt under fjolårets nivåer. Det beror delvis på initialt lägre marginaler vid etablering på nya marknader och på att grossisten Skårebo utgör en stor del av koncernens omsättning, men vi ser skäl till att marginalen kan fortsätta stiga framöver. Skårebos nya batteriavtal bedöms ha något högre marginal än laddboxarna, och vid större volymer kan Skårebo köpa direkt från tillverkarna i stället för via europeiska hubbar. När expansionen övergår till en mer etablerad position bör även en högre andel egna produkter och bättre inköpsvillkor bidra positivt. Bland dotterbolagen med något högre marginaler har Ströman och EWF ECO byggt upp en stark offertstock, och KPP:s flytt väntas vara klar under Q4'26E. Vi vill dock se mer belägg för förbättring innan vi tar den i beaktning fullt ut i våra estimat.

Outlook

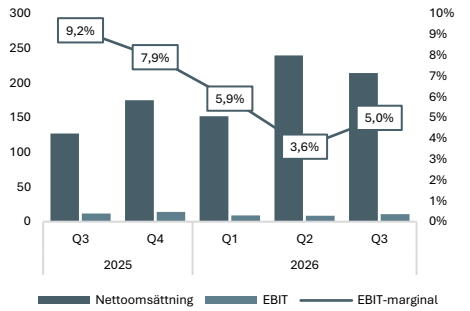
Efter kvartalsrapporten har vi reviderat ned våra estimat. Det beror främst på att Q3'26 kom in under våra förväntningar och på en lägre förvärvad tillväxt. Nettoomsättningen sänks med 3,9 % respektive 3,6 % för 2026E/2027E, medan EBIT sänks med 23,3 % respektive 13,9 %. Samtidigt reviderar vi upp den organiska tillväxten mot bakgrund av Skårebos starka momentum och det nya leveransavtalet. Vi räknar fortsatt med att marginalerna stiger från 2026E till 2027E, drivet av en mer gynnsam produktmix i Skårebo och en återhämtning i de dotterbolagen med högre marginaler. På våra estimat handlas Sustainion till EV/EBIT 12,4x/7,7x på 2026E/2027E. Våra jämförelsebolag bland industriella serieförvärvare handlas i genomsnitt till 15,8x EBIT på 2027E, med en median om 15,6x. Vi anser i dagsläget att Sustainion förtjänar en rabatt relativt dessa, givet bolagets storlek, kortare historik och att förvärvsmodellen ännu inte har bevisats över en längre tidshorisont. Baserat på en EBIT-multipel om 12x uppgår vårt motiverade värde för 2027E till 3,0 SEK per aktie, en uppsida om cirka 69 %.

Fakta

VD	Brodde Wetter
Lista	Spotlight
Ticker	SUSG
Aktiekurs (SEK)	1,76
Antal aktier (Miljoner)	231,4
Börsvärde (MSEK)	407,3
Nettoskuld* (MSEK)	120,2
EV (MSEK)	527,6
Insiderägande	37,1 %
Nästa rapport	2027-02-11

**exklusive IFRS 16, inklusive tilläggsköpeskillingar*

Kvartalsutveckling



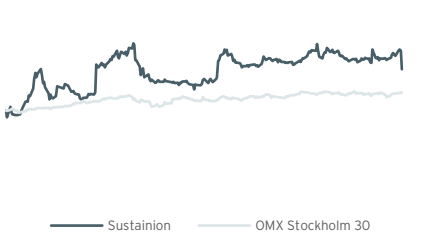
Analytiker

Adam Sommensjö

adam@kalqyl.se

(MSEK)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Nettoomsättning	**189,1**	**537,8**	**845,3**	**992,5**	**1 091,8**
Tillväxt y-o-y	*10,9%*	*184,5%*	*57,2%*	*17,4%*	*10,0%*
varav organisk tillväxt	*-3,3%*	*26,3%*	*40,7%*	*13,6%*	*10,0%*
varav förvärvad tillväxt	*14,2%*	*158,2%*	*16,5%*	*3,8%*	*0,0%*
Summa intäkter	196,2	542,1	852,6	998,0	1 097,3
EV/S	1,3x	0,9x	0,6x	0,5x	0,4x
Bruttoresultat	**89,8**	**158,0**	**211,8**	**256,9**	**291,1**
Bruttomarginal	*47,5%*	*29,4%*	*25,1%*	*25,9%*	*26,7%*
Rörelsekostnader ink. D&A	-89,2	-123,8	-176,1	-196,9	-209,8
Tillväxt y-o-y	*6,0%*	*38,8%*	*42,3%*	*11,8%*	*6,5%*
EBIT	**7,8**	**38,4**	**42,9**	**65,6**	**86,9**
EBIT-marginal	*4,1%*	*7,1%*	*5,1%*	*6,6%*	*8,0%*
EV/EBIT	32,6x	13,5x	12,4x	7,7x	5,3x

Kursutveckling 12 månader



Kursutveckling %	1 m	3 m	12m
SUSG	-4,9 %	-4,3 %	66,0 %

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

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, god tillväxt och stark aktiekursutveckling handlas Sustainion på nivåer som framstår som attraktiva i relation till bolagets framtida tillväxtpotential och den marginalförbättring vi väntar oss 2027E. 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 tilläggsköpeskillingar (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.

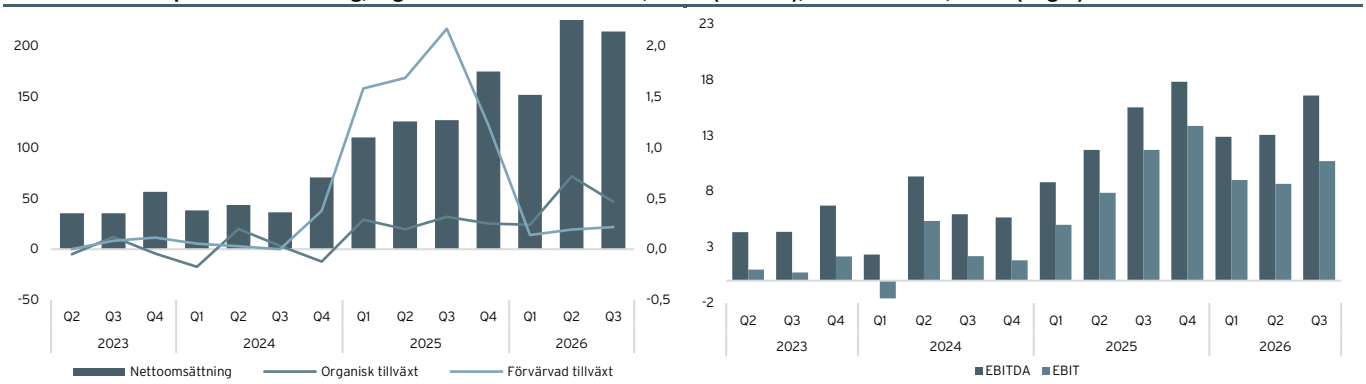
5. Begränsad historik i nuvarande koncernstruktur
Sustainion i sin nuvarande form etablerades först 2021, vilket innebär att koncernen har en relativt kort historik. Även om tillväxten hittills varit stark finns det begränsad historik att utvärdera kring hur bolaget presterar över en hel konjunkturcykel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

Stark organisk tillväxt och en sekventiell återhämtning i marginalen

Totala intäkter uppgick till 216,6 MSEK (130,2) i kvartalet, varav nettoomsättningen uppgick till 214,3 MSEK (127,2), förändring av produkter i arbete till - 1,1 MSEK (-0,1) och övriga rörelseintäkter till 3,4 MSEK (3,2). Nettoomsättningen ökade med 68,6 %, varav den organiska tillväxten uppgick till 46,8 % (31,8), fortsatt långt över bolagets långsiktiga mål om 10–25 %. Även för årets första nio månader ligger den organiska tillväxten på 48,4 %. Proforma uppgick nettoomsättningen till 648,9 MSEK för de första tre kvartalen. Den organiska tillväxten drevs fortsatt till stor del av utvecklingen inom Skårebo Energi, vilket förklaras av deras internationella expansion och batterisatsning.

Bruttoresultatet uppgick till 51,9 MSEK (34,2), motsvarande en bruttomarginal om 24,2 % (26,9), en sekventiell förbättring från 20,6 % i Q2'26. Rörelsekostnaderna uppgick till 37,7 MSEK (21,8), motsvarande 17,6 % (17,2) av nettoomsättningen. EBITDA ökade till 16,6 MSEK (15,5) med en marginal om 7,7 % (12,2), att jämföra med 5,4 % i Q2'26. Avskrivningarna ökade till 5,9 MSEK (3,8), bland annat till följd av den färdigställda förvärvsanalysen för KPP samt uppdaterade preliminära analyser för Diemma och Ströman, där övervärden allokerats till kundrelationer, maskinpark och varumärke. EBIT uppgick till 10,7 MSEK (11,7), motsvarande en rörelsemarginal om 5,0 % (9,2). En positiv omvärdering av tilläggsköpeskillingar om 1,4 MSEK och förvärvsrelaterade avskrivningar om 1,2 MSEK slog i stort sett ut varandra, och den justerade EBIT-marginalen uppgick till 4,9 %.

Sustainion Group: Nettoomsättning, organisk & förvärvad tillväxt, MSEK (vänster), EBITDA & EBIT, MSEK (höger)



Källa: Sustainion Group, Kalqyl

Utfall vs estimat

Rapporten kom in under våra förväntningar avseende både nettoomsättningen och marginalerna. Den lägre nettoomsättningen förklaras av en svagare förvärvad tillväxt, trots att den organiska tillväxten var starkare än förväntat, vilket var hänförligt till att våra estimat för Ströman och Diemma låg högre än vad utfallet blev. Bruttomarginalen kom in strax under våra estimat, detta eftersom Skårebo fortsätter utgöra en stor del av koncernens omsättning och därav håller tillbaka marginalen något. Samtidigt har Skårebo relativt goda marginaler för att vara en grossist. Vi bedömer därför att bruttomarginalen även blev lägre än väntat eftersom resterande dotterbolag haft ett lugnare kvartal än vi räknat med. Kostnadsbasen kom in aningen högre än vad vi hade förväntat oss, vilket förklaras av högre personalkostnader, där vi hade estimerat en lägre kostnad per anställd. Sammantaget kom EBITDA och EBIT in lägre än vi hade estimerat.

Sustainion Group: Utfall vs estimat Q3'26

(MSEK)	Q3'25	Q4'25	Q1'26	Q2'26	Q3'26A	Q3'26E	Diff. abs	Diff. %
Nettoomsättning	**127,2**	**175,0**	**152,0**	**240,0**	**214,3**	**234,1**	**-19,8**	**-8,5%**
Förändring av produkter i arbete	-0,1	1,8	-3,4	1,0	-1,1	-0,1	-1,0	810,8%
Övriga intäkter	3,2	1,4	2,1	2,8	3,4	1,1	2,3	207,2%
Totala intäkter	**130,2**	**178,3**	**150,7**	**243,7**	**216,6**	**235,1**	**-18,5**	**-7,9%**
Bruttoresultat	**34,2**	**52,3**	**49,5**	**49,4**	**51,9**	**58,7**	**-6,8**	**-11,6%**
Bruttomarginal	*26,9%*	*29,9%*	*32,6%*	*20,6%*	*24,2%*	*25,1%*		*-0,9pp*
Övriga externa kostnader	-7,0	-14,0	-14,2	-15,6	-14,4	-16,8	2,3	-14,0%
Personalkostnader	-14,8	-23,8	-21,2	-24,5	-23,2	-19,8	-3,4	17,2%
Rörelsekostnader	**-21,8**	**-37,8**	**-35,4**	**-40,1**	**-37,7**	**-36,6**	**-1,1**	**2,9%**
EBITDA	**15,5**	**17,8**	**12,9**	**13,1**	**16,6**	**23,1**	**-6,5**	**-28,3%**
EBITDA-marginal	*12,2%*	*10,2%*	*8,5%*	*5,4%*	*7,7%*	*9,9%*		*-2,1pp*
Av- och nedskrivningar	-3,8	-3,9	-3,9	-4,4	-5,9	-4,4	-1,5	33,4%
EBIT	**11,7**	**13,8**	**9,0**	**8,7**	**10,7**	**18,7**	**-8,0**	**-42,8%**
EBIT-marginal	*9,2%*	*7,9%*	*5,9%*	*3,6%*	*5,0%*	*8,0%*		*-3,0pp*

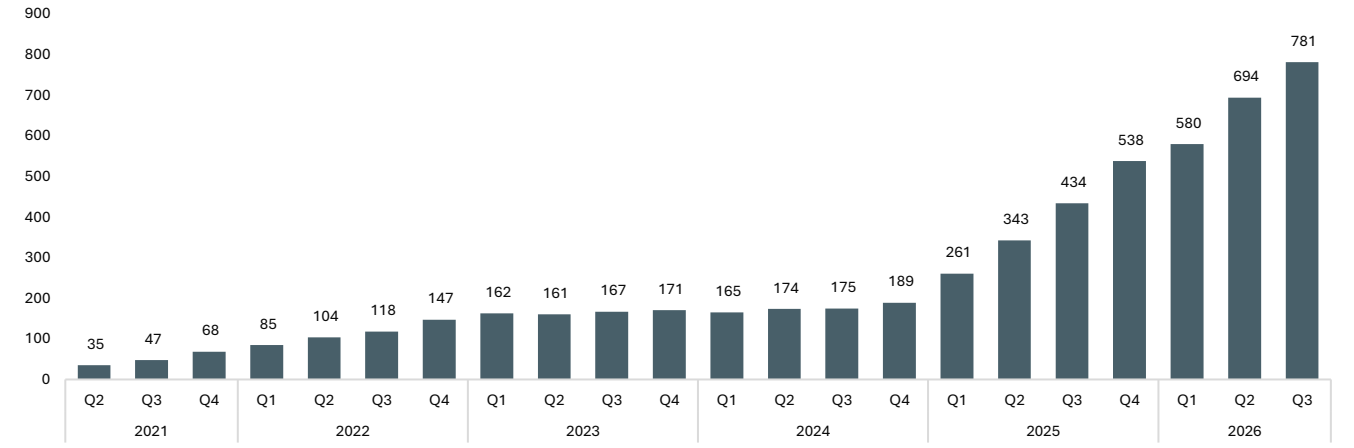
Källa: Sustainion Group, Kalqyl

Tillväxtresan fortsätter på rullande tolvmånadersbasis

På rullande tolv månader ligger Sustainion efter Q3'26 en bra bit över sina finansiella mål. En stor del av tillväxten kommer från Skårebo Energi, som växer tack vare ett bra produkterbjudande, men hur stor andel bolaget står för kommunicerar inte Sustainion. 2025 rapporterade Skårebo en nettoomsättning om cirka 334 MSEK, vilket motsvarar ungefär 62 % av koncernens totala nettoomsättning samma period. Givet att Skårebo varit en betydande del av den organiska tillväxten de senaste två kvartalen, och bolagets kommunikation kring dotterbolaget, bedömer vi att andelen fortfarande överstiger 50 %.

Den fortsatta tillväxten ser dessutom inte ut att avta på kort sikt. Under kvartalet kommunicerade koncernen att Skårebo tecknat ett samarbetsavtal med JKPG Solar Partners AB, vilket bidrar till en bredare produktportfölj och möjligheter till utökad försäljning inom solenergi. Efter periodens utgång tecknade Skårebo dessutom ett nytt leveransavtal, vilket vi återkommer till nedan.

Sustainion Group: Nettoomsättning R12, MSEK

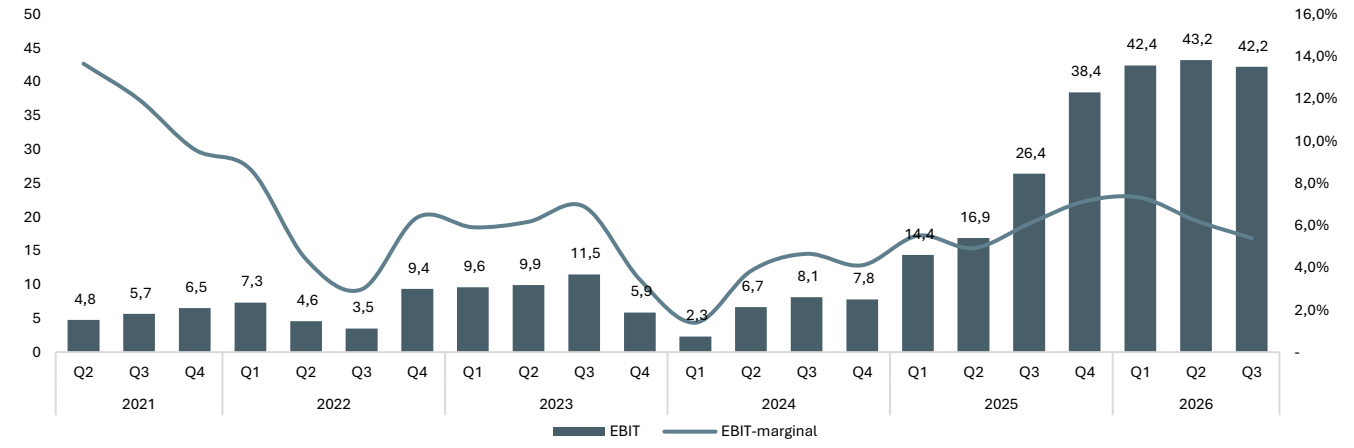


Källa: Sustainion Group, Kalqyl

Marginalen halkar efter en aning men förväntas återhämta sig

I takt med att Skårebo tagit taktpinnen inom koncernen så har marginalerna inte riktigt vuxit i samma takt som nettoomsättningen, vilket inte är förvånande givet dotterbolagets marginalprofil. Inom koncernen finns det dotterbolag som enligt tidigare förvärvsanalyser har högre marginaler än Skårebo. Dessa hade dock ett lugnare kvartal försäljningsmässigt och fick därför inte fullt genomslag i koncernens marginaler. Dotterbolagen Ströman och EWF Eco har samtidigt byggt upp en stark offertstock, vilket i samband med att KPP:s flytt som förväntas vara klar under Q4'26E skapar en grund för att fortsätta bygga vidare på marginalerna från nuvarande utgångspunkt.

Sustainion Group: EBIT & EBIT-marginal R12, MSEK



Källa: Sustainion Group, Kalqyl

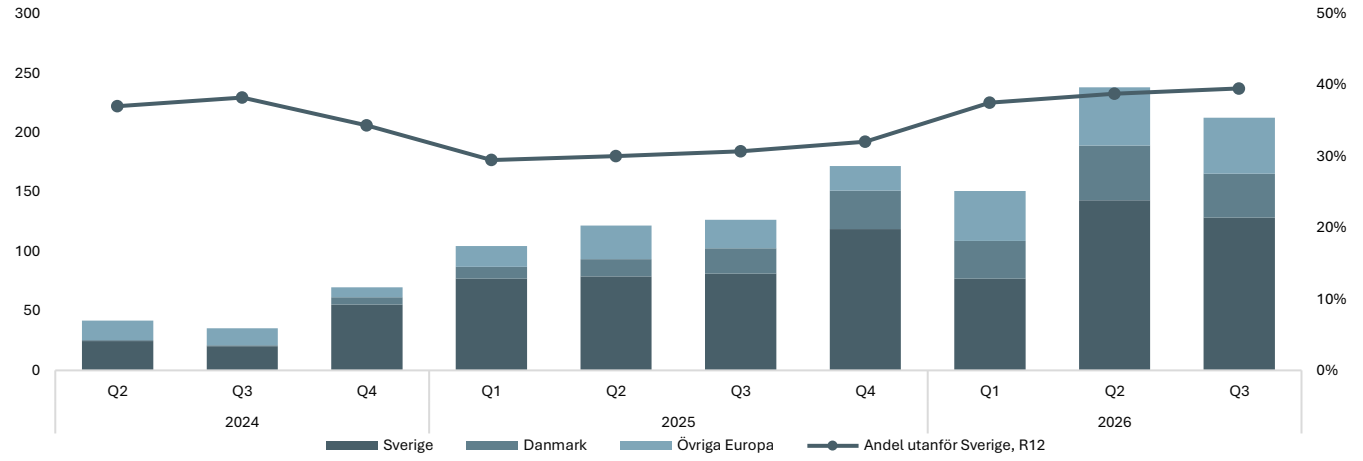
Ledningen förklarar marginalerna med att de initialt är lägre vid etablering på nya marknader, en bild vi delvis delar. Samtidigt vill vi lyfta att förklaringen i Q2'26 var mer konkret. Då beskrev ledningen att marginalerna förväntas öka i takt med att Skårebo säljer mer av sina egna produkter till de nya internationella kunderna, som initialt främst köper laddboxar. Den förklaringen nämns inte lika tydligt i Q3'26, men vi ser även en koppling mellan en tydligare etablering och mer försäljning av egna produkter, vilket gör att de två förklaringarna inte står i motsats till varandra utan hänger ihop.

Utöver en högre andel egna produkter bör även bättre inköpsvillkor i takt med ökade volymer stärka marginalerna. Vi vill dock se tydligare belägg för förbättringen innan vi tar den i beaktning fullt ut i våra estimat. Den sekventiella återhämtningen i Q3’26 är ett första steg, men vi kommer under kommande kvartal att följa bruttomarginalen och hur den slår igenom längre ner i resultaträkningen.

Den geografiska förskjutningen syns i siffrorna

Under Q3’26 uppgick nettoomsättningen på den svenska marknaden till 128,5 MSEK (81,6), motsvarande en tillväxt om 57,6 %. Tillväxten var dock ännu starkare utanför Sverige. Danmark växte med 74,9 % till 37,0 MSEK (21,1), medan Övriga Europa växte med 91,6 % till 47,0 MSEK (24,0) och därmed för första gången var större än Danmark.[1] Danmark backade visserligen sekventiellt från 46,1 MSEK i Q2’26, men utvecklingen är fortsatt stark jämfört med fjolåret. På rullande tolvmånadersbasis stod marknaderna utanför Sverige för 38,9 % av omsättningen, att jämföra med 30,7 % för ett år sedan. Förskjutningen drivs till stor del av Skårebo, vars internationella expansion fortsätter i bland annat Danmark, Nederländerna, Norge och Finland.

Sustainion Group: Geografisk intäktsfördelning, kvartal



Källa: Sustainion Group, Kalqyl

Skårebo laddar för mer än omsättning

I början av oktober kommunicerade Sustainion att Skårebo Energi tecknade ett nytt leveransavtal med en ledande svensk aktör inom energilösningar. Avtalet beskrivs kunna nå upp till 90 MSEK på årsbasis och är beroende av kundens avrop, och omfattar leveranser av hemmabatterier från Pylontech. Utöver det höga potentiella värdet beskriver ledningen avtalet som relativt fördelaktigt för Skårebo. Kunden i fråga har nämligen åtagit sig att avropa det Skårebo avsätter åt den, vilket minimerar en eventuell lagerrisk. Avtalet medför därmed begränsad risk för Skårebo, samtidigt som det ger en högre marginal än genomsnittet, om än inom ramen för grossistmarginaler, och möjlighet att tillföra en tydlig andel av nettoomsättningen.

Att batterierna har högre marginal än laddboxarna förklaras delvis av fler subventioner i Sverige. Marginalerna kan även stärkas vid större volymer, då Skårebo kan köpa direkt från tillverkarna, i stället för via europeiska hubbar. Avtalet blir därmed inte bara en tillväxtdrivare utan även en marginaldrivare. Samarbetet med JKPG Solar gör dessutom att Skårebo kan sälja kompletta lösningar, vilket höjer ordervärdet när solpaneler och batterier installeras samtidigt.

Övriga dotterbolag bygger upp inför kommande kvartal

Diemma hade ett lugnare Q3’26 men kom trots detta in endast 0,8 MSEK under våra estimat, och har under kvartalet fått lite mer färg på kommande period med större potentiella order samt konkreta offerter. Ströman avvek mer från våra estimat och kom in på ca 10,6 MSEK[2], vilket kan sättas i relation till våra estimat om 26,2 MSEK. Offertstocken har byggts upp under kvartalet, samtidigt som Sustainion stärker organisationen med försäljning och service för att möta en högre efterfrågan. Vi har som ett resultat sänkt estimaten för förvärvad tillväxt under kommande tre kvartal, vilket blir tydligast när det kommer till Ströman. Vi antar att tillväxten kommer tillta en aning under Q4’26E och Q1’27E. Detta är en mer konservativ hållning och Q4’26E kommer att bli ett kvartal vi tar i beaktning för kommande estimat för dotterbolaget.

Sustainion Group: Adderad förvärvad tillväxt per bolag

(MSEK)	Q1’24A	Q2’24A	Q3’24A	Q4’24A	Q1’25A	Q2’25A	Q3’25A	Q4’25A	Q1’26A	Q2’26A	Q3’26A	Q4’26E	Q1’27E	Q2’27E	Q3’27E	Q4’27E
Skårebo Energi				21,3	46,9	61,5	58,4	55,0								
Karlsborgs Plåtproduktion							2,1	17,4	12,4	12,0		-	-	-	-	-
Diemma B.V.										2,4	4,0	4,0	4,0	1,6	-	-
Ströman Maskin										3,4	10,6	12,5	12,5	10,1	-	-
Förvärv 2												-	-	-	-	-
Summa förvärvad tillväxt	**2,9**	**0,9**	**-**	**21,3**	**46,9**	**61,5**	**60,5**	**72,4**	**12,4**	**16,5**	**23,5**	**16,5**	**16,5**	**11,6**	**-**	**-**

Källa: Sustainion Group, Kalqyl

[1] Övriga världen bidrog med 1,9 MSEK.
[2] Detta är en estimering från vår sida baserat på hur mycket Ströman och Diemma har bidragit med gemensamt. Bolagen bidrog gemensamt med 14,6 MSEK under Q3’26.

EHC Teknik och EnviroClean har båda medvindar från marknadstrender. För EHC handlar det om ökade investeringar inom försvarssektorn, där miljökraven samtidigt blir allt viktigare. EnviroClean får strukturella medvindar i form av utökade krav på partikelmätning i fler EU-länder, vilket ökar efterfrågan på deras produkter.

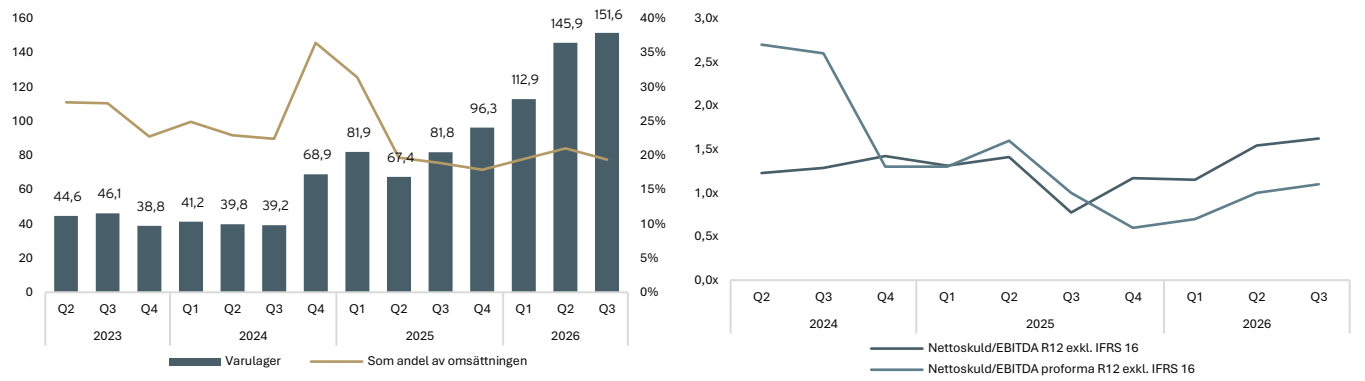
KPP är i full gång med flytten, som har inneburit ökade investeringar under kvartalet och väntas vara klar under Q4'26E. Flytten kan naturligt leda till något lägre produktivitet fram till dess, men uppdaterade maskiner och en stärkt orderingång skapar förutsättningar för fortsatt god tillväxt under 2027E.

EWF Eco påverkades även under Q3'26 av en avvaktande marknad. Bolagets kunder består till stor del av kommuner, där osäkerheten inför riksdagsvalet och olika tolkningar av den nya avfallsförordningen har gjort att investeringsbeslut har skjutits upp. Samtidigt är de tidigare leveransproblemen med laddskåpet ECO Charge nu lösta och leveranserna har återupptagits. Offertstocken för produkten har vuxit och dotterbolaget inkluderas i allt större utsträckning redan i projekteringsfasen av nya byggprojekt. Därtill har bolaget under kvartalet stärkt närvaron i Finland, och efter periodens utgång tecknades ett samarbetsavtal med tyska ONgineer avseende laddlösningar för elcyklar och elsparkcyklar i Sverige och övriga Norden. Vi bedömer att efterfrågan till stor del är uppskjuten snarare än förlorad, och att den kan ta fart när det politiska läget och regelverket klarnar. En återhämtning skulle även gynna kassaflödet, eftersom EWF har en högre lagernivå än normalt efter att ha köpt in efter budgeterad försäljning, och frigöra en del av den kapitalbindning som tyngt koncernen.

Låg skuldsättning ger utrymme för fler förvärv

Skuldmultipeln ökade sekventiellt en aning under kvartalet eftersom skulderna steg i snabbare takt än EBITDA, men bolaget ligger fortfarande en bra bit under sin målmultipel om 3,0x. Sustainion siktar framöver på att förvärva bolag med högre underliggande lönsamhet för att väga upp Skårebos grossistmarginaler. Vi bedömer att en frigörelse av varulagret under kommande kvartal stärker kassaflödet och håller nettoskuld/EBITDA på en låg nivå, vilket skapar utrymme att komplettera nuvarande verksamhet med nya förvärv.

Sustainion Group: Varulager, MSEK (vänster), Nettoskuld/EBITDA R12 exkl. IFRS 16 (höger)



Källa: Sustainion Group, Kalqyl

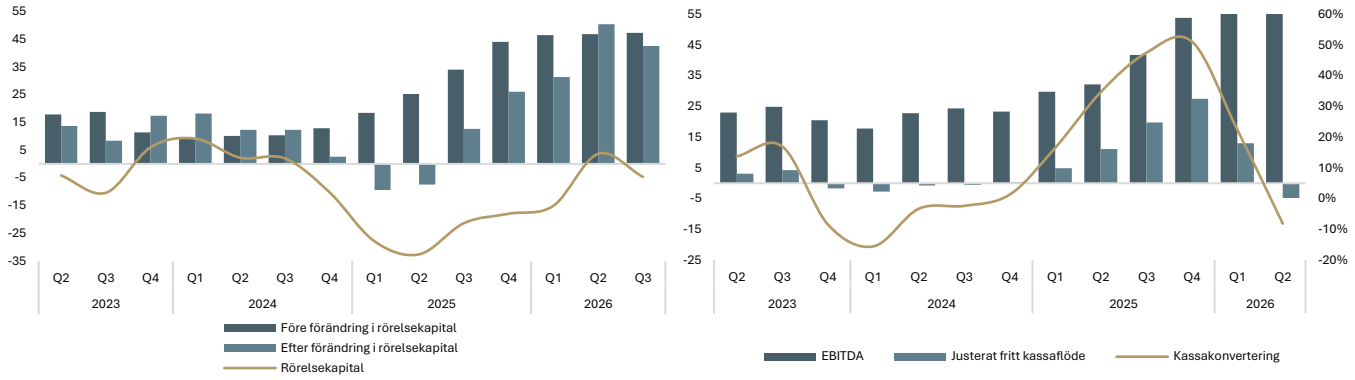
Vid sidan av den egna kassan och bankfinansiering har Sustainion historiskt använt aktien som betalningsmedel, där säljande entreprenörer återinvesterar i koncernen. Ledningen beskriver modellen som framgångsrik eftersom entreprenörerna fortsätter vara engagerade i den gemensamma resan. Samma flexibilitet gäller för de utestående tilläggsköpeskillingarna om ca 50 MSEK. De är ungefär jämnt fördelade mellan kortfristiga och långfristiga, och upp till hälften kan betalas med nyemitterade aktier. Detta beslut fattas från fall till fall, beroende på hur kassan och aktiekursen ser ut vid betalningstillfället. Betalning i aktier innebär att skulden regleras utan att kassan belastas, vilket bevarar likviditeten och sänker nettoskulden, men sker samtidigt på bekostnad av utspädning för befintliga aktieägare.

Vi bedömer att mixen i kommande förvärv blir en avgörande faktor för om bolaget kan nå EBITDA-målen om 12 %. Ett räkneexempel visar dock att ett enskilt förvärv inte räcker. Med en koncern som omsätter 900 MSEK med 8 % EBITDA-marginal lyfter ett förvärv av ett bolag som omsätter 50 MSEK med 15 % marginal koncernens marginal med endast 0,4 pp. Vägen mot målet går därför både genom flera förvärv med högre lönsamhet och genom att de dotterbolag som mött en avvaktande marknad återgår till sina historiska marginaler.

Kassaflöde och balansräkning

Kassaflödet från den löpande verksamheten före förändringar i rörelsekapital uppgick till 12,2 MSEK i kvartalet, och förändringar i rörelsekapital bidrog med 0,9 MSEK. Kassaflödet från den löpande verksamheten uppgick därmed till 13,1 MSEK. Investeringar i anläggningstillgångar uppgick till 11,6 MSEK, främst hänförligt till byggnationen av KPP:s nya lokaler, och förvärv av dotterbolag till 3,8 MSEK. Det fria kassaflödet uppgick därmed till -2,3 MSEK, och det justerade fria kassaflödet till -2,1 MSEK. Nettoupplåningen uppgick till 10,5 MSEK och likvida medel uppgick till 44,9 MSEK vid kvartalets slut. Utöver detta fanns outnyttjade checkkrediter om cirka 35 MSEK, vilket ger en total likviditet om cirka 80 MSEK.

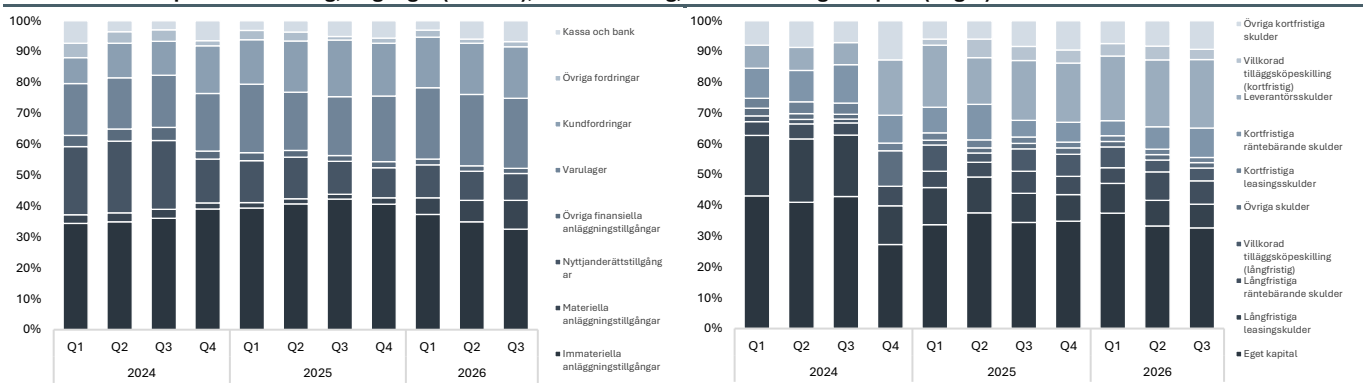
Sustainion Group: Kassaflöde från den löpande verksamheten, R12 (vänster), Justerat fritt kassaflöde och kassakonvertering, R12 (höger)



Justerat fritt kassaflöde = Kassaflöde från den löpande verksamheten före förändringar i rörelsekapital – CAPEX (ej förvärv) – amortering av leasingskuld.
Källa: Sustainion Group, Kalqyl.

Sustainions balansräkning speglar fortsatt bolagets förvärvsstrategi, där immateriella tillgångar utgör ca 33 % av tillgångssidan (40,6). Materiella tillgångar har ökat till ca 9 % (2,1), främst till följd av byggnationen av KPP:s nya lokaler, medan varulagret om cirka 152 MSEK utgör ungefär 23 %. Soliditeten uppgick till 33 % (34,9) och nettoskuld/EBITDA proforma R12 till 1,7x, vilket ger fortsatt utrymme för förvärv. Samtidigt noterar vi att likviditeten under året till stor del har finansierats med lån, vilket understryker vikten av att frigöra varulager framöver.

Sustainion Group: Balansräkning, tillgångar (vänster), Balansräkning, skulder och eget kapital (höger)



Källa: Sustainion Group, Kalqyl

Värdering

Sustainion Group: Key stats

Antal aktier	231,4 milj.	**Börsvärde (MSEK)**	407,3
Aktiekurs (SEK)	1,76	**Nettoskuld* (MSEK)**	120,2
		Enterprise value (MSEK)	527,6

**exklusive IFRS 16, inklusive tilläggsköpeskillingar*

Sustainion Group: Rullande 12 månader

Nettoomsättning	781,3	**EV/S**	0,7x
EBIT	42,2	**EV/EBIT**	12,5x
Vinst	25,1	**P/E**	16,2x
FCF	-49,4	**EV/FCF**	neg.

Källa: Kalqyl

Sustainion Group: Historiskt snitt

	EV/S	EV/EBIT	P/E	EV/FCF
Snitt 3 år	1,0	19,1	26,1	106,3
Snitt 5 år	1,2	24,0	58,7	68,7

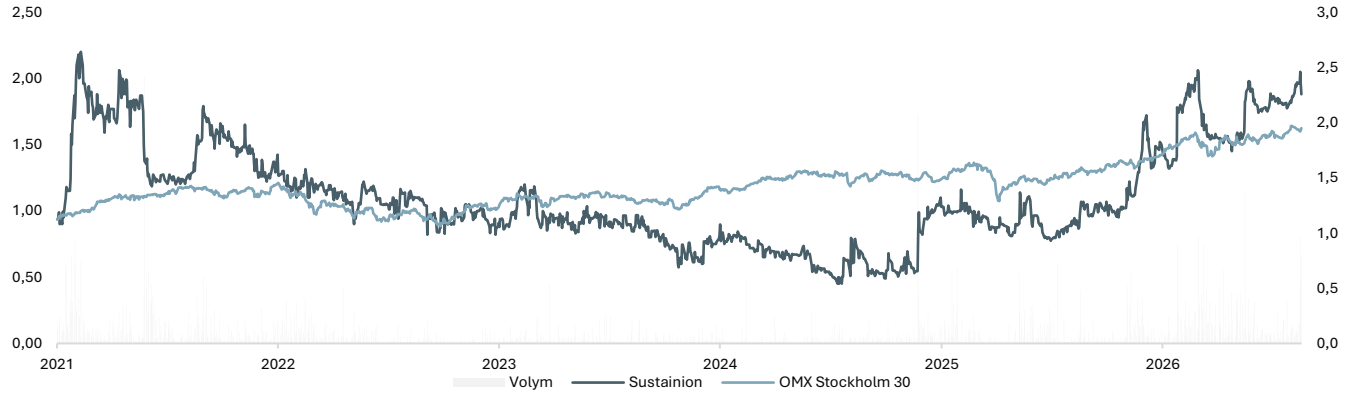
Källa: Börsdata

Sustainion Group: Nyckeltal R12

Bruttomarginal	EBITDA-marginal	EBIT-marginal	Vinstmarginal
27,0 %	7,7 %	5,4 %	3,2 %
OPCF-marginal	**FCF-marginal**	**ROE**	**ROIC**
5,4 %	-6,3 %	13,0 %	11,9 %

Källa: Kalqyl

Sustainion Group: Aktiekurs mot OMX Stockholm 30 (indexerat)



Peers

Det finns ett begränsat antal bolag som är direkt jämförbara med Sustainion. Den mest relevanta peer-gruppen utgörs av mindre förvärvsdrivna industribolag. Flera av bolagen i gruppen har en längre historik av förvärv och en mer etablerad portfölj, vilket generellt innebär högre kvalitet och förutsägbarhet.

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.

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.

Sustainion Group: Peertabell

(MSEK)			EV/S				EV/EBIT				Nettoomsättning		EBITDA		EBIT	
Bolag	**Börsvärde**	**EV**	**R12**	**2026E**	**2027E**	**2028E**	**R12**	**2026E**	**2027E**	**2028E**	**MSEK R12**	**5y CAGR**	**Marginal**	**5y CAGR**	**Marginal**	**5y CAGR**
Berner Industrier	1 371	1 561	1,4x	*1,4x*	*1,4x*	*1,2x*	16,7x	*16,6x*	*13,7x*	*12,2x*	1 127	8,6 %	13,3 %	20,4 %	8,3 %	25,5 %
Bufab	25 305	28 749	3,3x	3,2x	3,0x	2,8x	24,5x	23,0x	20,2x	18,8x	8 654	8,0 %	17,3 %	11,8 %	13,6 %	12,1 %
Cynca Nordic	1 182	1 664	0,6x	0,7x	0,7x	0,7x	36,2x	28,7x	18,9x	n/a	2 907	17,2 %	13,4 %	19,4 %	1,6 %	0,4 %
HAKI Safety B	561	976	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x	11,5x	14,1x	9,7x	8,1x	1 264	7,9 %	12,2 %	17,1 %	6,7 %	4,0 %
Idun Industrier	3 672	4 684	1,8x	1,7x	1,6x	1,6x	22,3x	21,9x	19,3x	17,3x	2 611	17,5 %	16,0 %	15,8 %	8,0 %	14,9 %
Karnell Group	4 654	5 336	2,5x	*2,5x*	*2,2x*	*n/a*	17,3x	*16,4x*	*15,6x*	*n/a*	2 098	37,6 %	20,9 %	49,1 %	14,7 %	55,0 %
Momentum Group	6 653	7 331	2,3x	2,2x	2,0x	1,9x	24,0x	23,0x	20,7x	18,6x	3 225	16,6 %	14,9 %	18,2 %	9,5 %	14,5 %
Sdiptech	10 068	13 878	2,6x	2,7x	2,5x	2,3x	15,4x	16,6x	13,2x	12,2x	5 312	13,8 %	23,4 %	19,7 %	16,9 %	19,8 %
Seafire	515	740	0,7x	*0,7x*	*n/a*	*n/a*	30,8x	*12,4x*	*n/a*	*n/a*	1 020	18,9 %	7,9 %	17,6 %	2,4 %	7,4 %
Teqnion	3 262	4 064	2,1x	*1,9x*	*n/a*	*n/a*	15,7x	*16,1x*	*n/a*	*n/a*	1 948	16,2 %	17,2 %	19,0 %	13,3 %	19,9 %
Volati	1 859	3 528	0,6x	0,7x	0,7x	0,7x	15,5x	18,4x	11,0x	9,3x	5 551	-2,5 %	10,3 %	-8,1 %	4,1 %	-18,1 %
Snitt	**5 373**	**6 592**	**1,7x**	**1,7x**	**1,6x**	**1,5x**	**20,9x**	**18,8x**	**15,8x**	**13,8x**	**3 247**	**14,5 %**	**15,2 %**	**18,2 %**	**9,0 %**	**14,1 %**
Median	**3 262**	**4 064**	**1,8x**	**1,7x**	**1,6x**	**1,4x**	**17,3x**	**16,6x**	**15,6x**	**12,2x**	**2 611**	**16,2 %**	**14,9 %**	**18,2 %**	**8,3 %**	**14,5 %**
Sustainion	407	528	0,9x	0,6x	0,5x	0,4x	13,7x	12,4x	7,7x	5,3x	781,3	62,9 %	10,0 %	39,3 %	7,3 %	41,8 %

Källa: Börsdata, Kalqyl

Estimatförändringar

Vi reviderar upp våra estimat för den organiska tillväxten, eftersom det starka momentumet fortsatte in i Q3'26 i högre takt än vi tidigare räknat med. Framför allt är det Skårebo som fortsätter att utvecklas starkt och vi ser inga tydliga engångseffekter bakom utvecklingen. Med det nya leveransavtalet ser vi heller inga tydliga anledningar till att tillväxten skulle avta markant under de kommande kvartalen. Vi räknar med att den organiska tillväxten förblir stark till och med Q1'27E och att den därefter successivt trappas ned, vilket främst på att jämförelsetalen blir tuffare.

Samtidigt reviderar vi ned den förvärvade tillväxten mot bakgrund av ett lugnare Q3'26. Värt att notera är att den förvärvade tillväxten inte finns med under samtliga kvartal 2027E. De förvärvade bolagen räknas nämligen in i den organiska tillväxten när de har ingått i koncernen i ett helt år. Q4'26E och Q1'27E ger därför en bättre bild av våra förväntningar på den förvärvade tillväxten.

För 2027E bedömer vi att förutsättningarna för organisk tillväxt fortsatt är goda. Det beror främst på Skårebos nya leveransavtal, men också på att de dotterbolag som haft lugnare kvartal under 2026 återhämtar sig något. Den högre organiska tillväxten väger delvis upp för den lägre estimerade förvärvade tillväxten, men med tanke på den lägre basen för 2026E så reviderar vi ner vårt estimat för 2027E. Nedrevideringen av 2026E förklaras till stor del av att Q3'26 nu är utfall och att omsättningen kom in under vårt estimat, främst till följd av lägre förvärvad tillväxt. Vi räknar inte med några nya förvärv under prognosperioden, eftersom tidpunkt, frekvens och omfattning är osäkra. Bolagets balansräkning och uttalade ambition ger dock utrymme för det. Vi har även lagt till estimat för helåret 2028E, där vi räknar med en organisk tillväxt om 10,0 % och att EBIT-marginalen stiger till 8,0 %.

Lönsamheten för 2026E följer samma mönster, där ett bibehållet helårsestimat hade krävt för mycket av Q4'26E. För 2027E lämnar vi bruttomarginalen i stort sett oförändrad, eftersom produktmixen i Skårebo höjer golvet för marginalen. Jämfört med tidigare estimat reviderar vi ned EBITDA för 2027E. Det beror främst på att vi nu räknar med något lägre nettoomsättning i dotterbolag med strukturellt högre marginaler, och på en något högre andel personalkostnader. Det motverkas delvis av att övriga externa kostnader ligger på en lägre nivå än vi tidigare räknat med. Sammantaget sänks EBITDA-marginalen för 2027E med 0,3 pp jämfört med tidigare estimat. EBIT följer samma mönster men sänks något mer, eftersom den uppdaterade förvärvsanalysen ger högre avskrivningar.

Trots nedrevideringen räknar vi med att marginalerna stiger från 2026E till 2027E. Det drivs av samma faktorer som tillväxten. De dotterbolag som haft lugnare kvartal har strukturellt högre marginaler än koncernen, men vi räknar inte med en återhämtning i den omfattning vi tidigare gjorde. Vi ser fortsatt potential för Sustainion att nå sina marginalmål, men håller estimaten något konservativa tills vi ser tydligare tecken på en vändning.

Sustainion Group: Estimatrevideringar under prognosperioden

	Uppdaterade		Tidigare		Förändring (abs)		Förändring %	
(MSEK)	**2026E**	**2027E**	**2026E**	**2027E**	**2026E**	**2027E**	**2026E**	**2027E**
Nettoomsättning	**845,3**	**992,5**	**880,0**	**1 029,1**	**-34,6**	**-36,6**	**-3,9%**	**-3,6%**
% y-o-y	*57,2%*	*17,4%*	*63,6%*	*17,0%*	*-6,4pp*	*0,5pp*		
varav organisk tillväxt	*40,7%*	*13,6%*	*38,7%*	*9,9%*	*2,0pp*	*3,7pp*		
varav förvärvad tillväxt	*16,5%*	*3,8%*	*24,9%*	*7,0%*	*-8,5pp*	*-3,2pp*		
Förändring av produkter i arbete	-2,5	-0,5	-0,4	-0,8	-2,2	0,3	592,1%	-37,5%
Övriga intäkter	9,8	6,0	8,6	9,2	1,2	-3,2	13,3%	-34,8%
Totala intäkter	**852,6**	**998,0**	**888,2**	**1 037,6**	**-35,6**	**-39,5**	**-4,0%**	**-3,8%**
Bruttoresultat	**211,8**	**256,9**	**223,7**	**266,3**	**-11,9**	**-9,4**	**-5,3%**	**-3,5%**
Bruttomarginal	*25,1%*	*25,9%*	*25,4%*	*25,9%*	*-0,4pp*	*0,0pp*		
% y-o-y	*34,1%*	*21,3%*	*41,6%*	*19,1%*	*-7,5pp*	*2,2pp*		
Övriga externa kostnader	-60,1	-66,7	-64,0	-75,2	3,9	8,5	-6,1%	-11,3%
Personalkostnader	-96,5	-107,8	-94,9	-105,0	-1,5	-2,8	1,6%	2,6%
Rörelsekostnader	**-156,6**	**-174,5**	**-158,9**	**-180,2**	**2,3**	**5,7**	**-1,5%**	**-3,2%**
% y-o-y	*44,5%*	*11,4%*	*46,6%*	*13,4%*	*-2,2pp*	*-2,0pp*		
EBITDA	**62,4**	**88,0**	**73,0**	**94,6**	**-10,6**	**-6,6**	**-14,5%**	**-7,0%**
EBITDA-marginal	*7,4%*	*8,9%*	*8,3%*	*9,2%*	*-0,9pp*	*-0,3pp*		
% y-o-y	*16,0%*	*40,9%*	*35,7%*	*29,5%*	*-19,6pp*	*11,3pp*		
Av- och nedskrivningar	-19,5	-22,4	-17,1	-18,4	-2,5	-4,0	14,4%	21,7%
EBIT	**42,9**	**65,6**	**55,9**	**76,2**	**-13,0**	**-10,6**	**-23,3%**	**-13,9%**
EBIT-marginal	*5,1%*	*6,6%*	*6,4%*	*7,4%*	*-1,3pp*	*-0,8pp*		
% y-o-y	*11,7%*	*52,9%*	*45,6%*	*36,2%*	*-33,9pp*	*16,7pp*		

Källa: Sustainion Group, Kalqyl

Estimat för 2026E-2027E

Sustainion Group: Kvartalsestimat Q4'26E-Q4'27E

(MSEK)	Q1'26A	Q2'26A	Q3'26A	Q4'26E	Q1'27E	Q2'27E	Q3'27E	Q4'27E
Nettoomsättning	**152,0**	**240,0**	**214,3**	**239,0**	**202,2**	**278,1**	**242,2**	**270,1**
% y-o-y	*38,2%*	*91,0%*	*68,6%*	*36,6%*	*33,0%*	*15,9%*	*13,0%*	*13,0%*
varav organisk tillväxt	*24,2%*	*71,8%*	*46,8%*	*24,8%*	*20,0%*	*10,5%*	*13,0%*	*13,0%*
varav förvärvad tillväxt	*14,0%*	*19,2%*	*21,7%*	*11,8%*	*13,0%*	*5,4%*	*-0,0%*	-
Förändring av produkter i arbete	-3,4	1,0	-1,1	1,0	-1,5	0,5	-0,5	1,0
Övriga intäkter	2,1	2,8	3,4	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Totala intäkter	**150,7**	**243,7**	**216,6**	**241,5**	**202,2**	**280,1**	**243,2**	**272,6**
Bruttoresultat	**49,5**	**49,4**	**51,9**	**60,9**	**59,6**	**64,0**	**61,8**	**71,6**
Bruttomarginal	*32,6%*	*20,6%*	*24,2%*	*25,5%*	*29,5%*	*23,0%*	*25,5%*	*26,5%*
% y-o-y	*42,2%*	*35,2%*	*51,6%*	*16,5%*	*20,4%*	*29,5%*	*19,0%*	*17,4%*
Övriga externa kostnader	-14,2	-15,6	-14,4	-16,0	-15,9	-17,1	-16,1	-17,5
Personalkostnader	-21,2	-24,5	-23,2	-27,6	-26,4	-26,2	-25,5	-29,7
Rörelsekostnader	**-35,4**	**-40,1**	**-37,7**	**-43,5**	**-42,3**	**-43,3**	**-41,6**	**-47,2**
% y-o-y	*44,1%*	*65,4%*	*72,5%*	*15,2%*	*19,6%*	*8,2%*	*10,4%*	*8,6%*
EBITDA	**12,9**	**13,1**	**16,6**	**19,9**	**17,4**	**22,6**	**21,2**	**26,8**
EBITDA-marginal	*8,5%*	*5,4%*	*7,7%*	*8,3%*	*8,6%*	*8,1%*	*8,7%*	*9,9%*
% y-o-y	*46,1%*	*11,5%*	*6,9%*	*12,1%*	*34,8%*	*73,2%*	*27,7%*	*34,6%*
Av- och nedskrivningar	-3,9	-4,4	-5,9	-5,4	-5,6	-5,6	-5,6	-5,6
EBIT	**9,0**	**8,7**	**10,7**	**14,5**	**11,8**	**17,0**	**15,6**	**21,2**
EBIT-marginal	*5,9%*	*3,6%*	*5,0%*	*6,1%*	*5,8%*	*6,1%*	*6,4%*	*7,9%*
% y-o-y	*79,7%*	*10,1%*	*-8,6%*	*5,0%*	*30,7%*	*96,6%*	*45,4%*	*46,0%*

Källa: Sustainion Group, Kalqyl

Estimat fram till 2028E

Sustainion Group: Helårsestimat till 2028E

(MSEK)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Nettoomsättning	**170,5**	**189,1**	**537,8**	**845,3**	**992,5**	**1 091,8**
% y-o-y	*16,1%*	*10,9%*	*184,5%*	*57,2%*	*17,4%*	*10,0%*
varav organisk tillväxt	*5,9%*	*-3,3%*	*26,3%*	*40,7%*	*13,6%*	*10,0%*
varav förvärvad tillväxt	*10,2%*	*14,2%*	*158,2%*	*16,5%*	*3,8%*	*0,0%*
Förändring av produkter i arbete	-0,4	-1,0	-2,2	-2,5	-0,5	-0,5
Övriga intäkter	6,2	8,2	6,5	9,8	6,0	6,0
Totala intäkter	**176,3**	**196,2**	**542,1**	**852,6**	**998,0**	**1 097,3**
EV/S	*1,2x*	*1,3x*	*0,9x*	*0,6x*	*0,5x*	*0,4x*
Bruttoresultat	**84,2**	**89,8**	**158,0**	**211,8**	**256,9**	**291,1**
Bruttomarginal	*49,4%*	*47,5%*	*29,4%*	*25,1%*	*25,9%*	*26,7%*
% y-o-y	*6,9%*	*6,7%*	*75,9%*	*34,1%*	*21,3%*	*13,3%*
Övriga externa kostnader	-23,4	-23,0	-37,4	-60,1	-66,7	-72,0
Personalkostnader	-46,2	-50,7	-71,0	-96,5	-107,8	-114,5
Rörelsekostnader	**-69,5**	**-73,7**	**-108,4**	**-156,6**	**-174,5**	**-186,6**
% y-o-y	*23,7%*	*6,1%*	*47,0%*	*44,5%*	*11,4%*	*6,9%*
EBITDA	**20,5**	**23,3**	**53,8**	**62,4**	**88,0**	**110,1**
EBITDA-marginal	*12,0%*	*12,3%*	*10,0%*	*7,4%*	*8,9%*	*10,1%*
% y-o-y	*-3,8%*	*13,5%*	*131,4%*	*16,0%*	*40,9%*	*25,2%*
EV/EBITDA	*10,2x*	*10,9x*	*7,4x*	*8,3x*	*5,6x*	*4,1x*
Av- och nedskrivningar	-14,6	-15,5	-15,4	-19,5	-22,4	-23,2
EBIT	**5,9**	**7,8**	**38,4**	**42,9**	**65,6**	**86,9**
EBIT-marginal	*3,4%*	*4,1%*	*7,1%*	*5,1%*	*6,6%*	*8,0%*
% y-o-y	*-37,4%*	*32,7%*	*393,8%*	*11,7%*	*52,9%*	*32,5%*
EV/EBIT	*35,6x*	*32,6x*	*13,5x*	*12,1x*	*7,6x*	*5,1x*

Källa: Sustainion Group, Kalqyl

Motiverat värde i vårt huvudscenario

I vår värdering av Sustainion har vi inkluderat kassauppbyggnad och dess påverkan på den framtida nettoskulden. Vi har även räknat in framtida betalning av tilläggsköpeskillingar, vilket är något vi bedömer kan revideras om målen för vissa dotterbolag inte nås. Vi har däremot inte tagit höjd för framtida emissioner i samband med förvärv eftersom det i stor utsträckning beror på bolagets specifika situation vid den tidpunkten.

Sustainion handlas i dagsläget till en rabatt relativt peers och bolagets egen historik. Värderingsnivån kan delvis förklaras av bolagets begränsade storlek, historik och marknadskännedom, men även av en upplevd risk för återkommande utspädning kopplad till den förvärvsdrivna tillväxtmodellen och höga tilläggsköpeskillingar som ska betalas ut. Dessutom ser vi att marknaden möjligen upplever en risk gällande hur marginalerna utvecklas under kommande år. Mot bakgrund av utspädningsrisken ser vi det som osannolikt att Sustainion handlas till en premie, men om bolaget fortsätter leverera stabil organisk tillväxt och värdeskapande förvärv ser vi goda förutsättningar för att rabatten minskar.

Vår applicerade peer-grupp värderas i genomsnitt till 15,8x EBIT för 2027E, samt en medianmultipel om 15,6x. Givet den rabatt vi motiverat ovan, och att förvärvsmodellen ännu inte har bevisats över en längre tidshorisont, har vi valt att värdera Sustainion utifrån en multipel om 12x EBIT för helåret 2027E och 2028E. Multipeln ger oss i sin tur ett börsvärde och en motiverad aktiekurs beräknade på 2027E och 2028E.

Sustainion Group: Motiverat värde, 2026E-2028E

(MSEK)	**2026E**	**2027E**	**2028E**
EV/EBIT-multipel	12,0x	12,0x	12,0x
Estimerad EBIT	42,9	65,6	86,9
Enterprise value	**514,7**	**786,7**	**1 042,7**
Nettoskuld exkl. IFRS 16 inkl. earn-outs	122,7	98,2	49,1
Börsvärde	**391,9**	**688,5**	**993,6**
Pris per aktie	**1,7**	**3,0**	**4,3**
Potentiell avkastning	-3,8%	69,0%	143,9%

Källa: Sustainion Group, Kalqyl

Sustainion Group: Känslighetsanalys

	Huvudscenario 2026E			**Huvudscenario 2027E**			**Huvudscenario 2028E**		
EV/EBIT	**Börsvärde (MSEK)**	**Aktiekurs (kr)**	**Förändring %**	**Börsvärde (MSEK)**	**Aktiekurs (kr)**	**Förändring %**	**Börsvärde (MSEK)**	**Aktiekurs (kr)**	**Förändring %**
4	48,8	0,2	-88,0%	164,0	0,7	-59,7%	298,5	1,3	-26,7%
5	91,7	0,4	-77,5%	229,6	1	-43,6%	385,3	1,7	-5,4%
6	134,6	0,6	-67,0%	295,2	1,3	-27,5%	472,2	2,0	15,9%
7	177,5	0,8	-56,4%	360,7	1,6	-11,4%	559,1	2,4	37,3%
8	220,4	1,0	-45,9%	426,3	1,8	4,7%	646,0	2,8	58,6%
9	263,2	1,1	-35,4%	491,8	2,1	20,7%	732,9	3,2	79,9%
10	306,1	1,3	-24,8%	557,4	2,4	36,8%	819,8	3,5	101,3%
11	349,0	1,5	-14,3%	623,0	2,7	52,9%	906,7	3,9	122,6%
12	**391,9**	**1,7**	**-3,8%**	**688,5**	**3,0**	**69,0%**	**993,6**	**4,3**	**143,9%**
13	434,8	1,9	6,7%	754,1	3,3	85,1%	1 080,5	4,7	165,3%
14	477,7	2,1	17,3%	819,6	3,5	101,2%	1 167,4	5,0	186,6%
15	520,6	2,3	27,8%	885,2	3,8	117,3%	1 254,2	5,4	207,9%
16	563,5	2,4	38,3%	950,8	4,1	133,4%	1 341,1	5,8	229,3%
17	606,4	2,6	48,9%	1 016,3	4,4	149,5%	1 428,0	6,2	250,6%
18	649,2	2,8	59,4%	1 081,9	4,7	165,6%	1 514,9	6,5	271,9%
19	692,1	3,0	69,9%	1 147,4	5,0	181,7%	1 601,8	6,9	293,2%
20	735,0	3,2	80,4%	1 213,0	5,2	197,8%	1 688,7	7,3	314,6%

Källa: Sustainion Group, Kalqyl

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

Adam Sommensjö äger inte aktier i det analyserade bolaget
Analysen är en uppdragsanalys