

2026-04-29

Vi inleder bevakning på Sustainion Group, en svensk industrikoncern som investerar i och utvecklar teknikbolag inom elektrifiering, miljöteknik och smarta stadslösningar. Genom bolagets olika dotterbolag erbjuder koncernen produkter och system inom bland annat emissionsrening, automationslösningar, smart sophantering och laddinfrastruktur för elfordon. Sustainion har under de senaste åren genomfört flera förvärv och byggt upp en diversifierad portfölj av industribolag med exponering mot strukturella tillväxttrender.

### Förvärvsmodell och stark utveckling under 2025

Sustainions affärsmodell bygger på att förvärva entreprenörsledda bolag med bevisad lönsamhet, där koncernen ser potential att accelerera tillväxten genom kapital, strategiskt stöd och kompetens inom bland annat geografisk expansion. I slutet av 2024 genomfördes förvärvet av Skårebo Energi, vilket i stor utsträckning bidrog till att accelerera den finansiella utvecklingen. Under 2025 uppgick den organiska tillväxten till cirka 26 %, vilket överträffade bolagets finansiella mål om en organisk tillväxt mellan 10-25 %. EBIT-marginalen ökade samtidigt från 4,1 % till 7,1 %. Förvärvet av Skårebo är ett tydligt exempel på koncernens förvärvsmodell och förmåga att identifiera och vidareutveckla framgångsrika verksamheter. I september 2025 förvärvades även Karlsborgs Plåtproduktion, vilket successivt kommer bidra till koncernens omsättning och resultat.

### Fortsatt tillväxt genom befintliga bolag och nya förvärv

Skårebo befinner sig fortsatt i ett tidigt skede av sin internationella expansion, vilket talar för fortsatt organisk tillväxt. Därtill stärker förvärvet av Karlsborgs Plåtproduktion koncernens leveranskedja, vilket kan möjliggöra högre tillväxt i flera dotterbolag. Under Q1'26 annonserades även förvärvet av Diemma B.V., ett bolag som utvecklar och tillverkar marina avgasreningssystem och stärker koncernens närvaro i Nederländerna. Sustainion har en uttalad ambition att genomföra 2-3 selektiva förvärv per år, vilket tillsammans med en fortsatt stark balansräkning och en erfaren ägarbas skapar förutsättningar för ytterligare förvärvad tillväxt. Vi bedömer att Sustainion har goda förutsättningar att fortsätta växa organiskt genom befintliga dotterbolag samt genom nya förvärv.

### Outlook

Vi ser fortsatt två starka år för Sustainion genom en kombination av organisk expansion i dotterbolagen och selektiva förvärv. Bolaget verkar i strukturellt växande nischer där stora samhällsinvesteringar väntas gynna flera av koncernens dotterbolag. Under de kommande åren förväntar vi oss att synergier successivt realiserar, att den geografiska expansionen fortsätter samt att fler dotterbolag i ökad utsträckning bidrar till den organiska tillväxten. Vi bedömer att utvecklingen förblir stark, men att den organiska tillväxten understiger bolagets finansiella mål, drivet av höga jämförelsetal efter ett mycket starkt 2025. Den förvärvsdrivna modellen innebär, i kombination med en stark balansräkning, att fortsatt värdeskapande kan realiserar genom bolagets förmåga att identifiera attraktiva förvärv och successivt öka lönsamheten i koncernen. Bolaget handlas i dagsläget till historiskt låga värderingsmultiplar, trots en stark operativ utveckling. 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 2,9 SEK per aktie, en uppsida om 99,0 %.

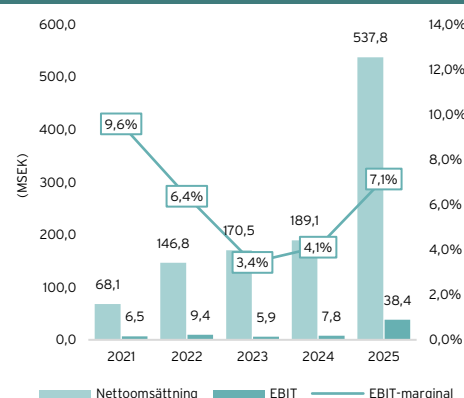
(MSEK)	2023	2024	2025	2026E	2027E
<b>Nettoomsättning</b>	<b>170,5</b>	<b>189,1</b>	<b>537,8</b>	<b>627,9</b>	<b>730,9</b>
Tillväxt y-o-y	16,1%	10,9%	184,5%	16,8%	16,4%
varav organisk tillväxt	5,9%	-3,3%	26,3%	4,8%	4,4%
varav förvärvad tillväxt	10,2%	14,2%	158,2%	11,9%	12,0%
<b>Summa intäkter</b>	<b>176,3</b>	<b>196,2</b>	<b>542,1</b>	<b>632,8</b>	<b>739,3</b>
EV/S	1,2	1,3	0,7	0,6	0,5
<b>Bruttoresultat</b>	<b>84,2</b>	<b>89,8</b>	<b>158,0</b>	<b>197,0</b>	<b>236,9</b>
Bruttomarginal	49,4%	47,5%	29,4%	31,4%	32,4%
<b>Rörelsekostnader</b>	<b>-84,2</b>	<b>-89,2</b>	<b>-123,8</b>	<b>-161,5</b>	<b>-193,1</b>
Tillväxt y-o-y	23,5%	6,0%	38,8%	30,5%	19,6%
<b>EBIT</b>	<b>5,9</b>	<b>7,8</b>	<b>38,4</b>	<b>40,4</b>	<b>52,2</b>
EBIT-marginal	3,4%	4,1%	7,1%	6,4%	7,1%
EV/EBIT	35,6	32,6	9,8	9,3	7,2

### Fakta

VD	Brodde Wetter
Lista	Spotlight
Ticker	SUSG
Aktiekurs (SEK)	1,45
Antal aktier (Miljoner)	217,1
Börsvärde (MSEK)	314,9
Nettoskuld* (MSEK)	60,2
EV (MSEK)	375,0
Insiderägande	37,7 %
Nästa rapport	2026-05-20

\*efter riktad nyemission om 22 MSEK, inklusive tilläggsköpeskilling, exklusive IFRS 16

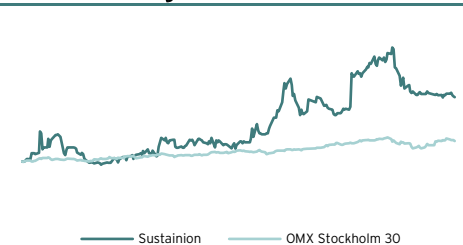
### Helårsutveckling



### Analytiker

Albin Eriksson  
[albin@kalqyl.se](mailto:albin@kalqyl.se)

### Kursutveckling 12 månader



Kursutveckling %	1 m	3 m	12m
SUSG	-2,3	7,5	84,8

## 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 ordergång 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.

## Innehållsförteckning

Investeringscase.....	2
Motargument.....	2
Innehållsförteckning.....	3
Sustainion Group - Industrikoncern med strukturella tillväxttrender .....	4
Koncernstruktur .....	4
Hållbarhetsexponering utgör långsiktiga strukturella tillväxt drivare.....	5
Enastående historisk tillväxt under lönsamhet .....	6
Utveckling inom respektive dotterbolag .....	7
Förvärvsmodell: Decentraliserat ägande med stöttande expertis .....	8
Förvärva – internationalisera är en del av tillväxtstrategin .....	9
Det perfekta referenscasen: Skårebo Energi .....	10
Tillverkare driver kunder till Skårebo .....	10
Elektrifieringen i Norden driver Skårebos efterfrågan.....	11
Internationell expansion är en viktig tillväxt drivare .....	11
Den börsnoterade tillverkaren Zaptec har rekordstarkt momentum .....	12
Regleringar kan driva Skårebos efterfrågan.....	12
Emission i syfte att bredda produkterbudandet .....	12
Goda förutsättningar för organisk tillväxt i övriga dotterbolag framgent .....	13
God historisk kapitalallokering gynnar aktieägarna.....	14
Historiska förvärv har utförts till låga multiplar .....	14
Värdeskapande förvärv trots utspädning av den egna aktien .....	14
Kapitalstark ägarbild som stöttar värdeskapandet .....	15
De fyra största aktieägarna ligger bakom nuvarande koncernstruktur .....	15
Fokus på lönsamma förvärv skapar attraktiva möjligheter .....	16
Förbättrad rörelsekapitalbindning.....	17
Stark balansräkning stödjer förvärvsstrategin.....	18
Finansiella mål .....	18
Finansiella målsättningar vs utfall.....	19
Aktiekursutveckling .....	20
Organisation .....	21
Ägarbild .....	22
Utestående optionsprogram .....	22
Risker .....	23
Värdering .....	24
Peers .....	25
Estimat för 2026E.....	26
Estimat fram till 2027E.....	27
Motiverat värde i vårt huvudscenario.....	28
Källförteckning.....	29
Disclaimer.....	29

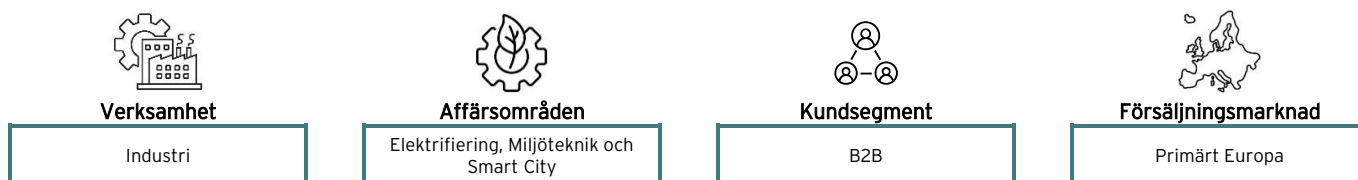
## Sustainion Group - Industrikoncern med strukturella tillväxttrender

Sustainion Group är en svensk industrikoncern med fokus på förvärv och utveckling av nischade teknikbolag inom branscher med strukturell tillväxt. Bolaget identifierar, förvärvar och vidareutvecklar lönsamma teknik- och industribolag i tidiga tillväxtfaser eller i skeden där operationell kunskap och finansiella resurser kan tillföras för att accelerera utvecklingen. Sustainion agerar som en långsiktig ägare med en decentraliserad affärsmodell, där värdeskapande sker genom aktivt ägande och styrning, skalfördelar och disciplinerad kapitalallokering. Målsättningen är att successivt bygga en diversifierad portfölj av teknikbolag med uthållig tillväxt och förbättrad lönsamhet över tid.

Verksamheten bedrivs genom åtta hel- och majoritetsägda dotterbolag, däribland EHC Teknik AB, EnviroClean Sweden AB, Elpro i Alingsås AB, EWF Eco AB, Skårebo Energi AB, Karlsborgs Plåtproduktion AB, Diemma B.V. (Emficon) samt dotterdotterbolaget Leading Light AB. Dotterbolagen är verksamma inom affärsområdena Elektrifiering, Miljöteknik och Smart City, med erbjudanden som riktar sig till kunder inom offentlig sektor, industri, energi och infrastruktur. Majoriteten av försäljningen sker i Sverige, samtidigt som flera dotterbolag successivt expanderar till nya europeiska marknader, där efterfrågan i hög grad drivs av regulatoriska krav, standardisering och långsiktiga samhällstrender kopplade till elektrifiering, energieffektivisering och hållbar stadsutveckling.

Sustainions tillväxtstrategi kombinerar organisk expansion i befintliga dotterbolag med selektiva förvärv av kassaflödespositiva verksamheter. Bolaget har historiskt uppvisat god kapitalallokering, där genomförda förvärv skett till attraktiva ensiffriga värderingsmultiplar. Under 2025 har den organiska tillväxten accelererat, främst drivet av det senaste tillskottet Skårebo Energi samt EWF Eco och EHC Teknik, vilket visar Sustainions förmåga att identifiera, integrera och vidareutveckla bolag med attraktiva tillväxtpotentialer.

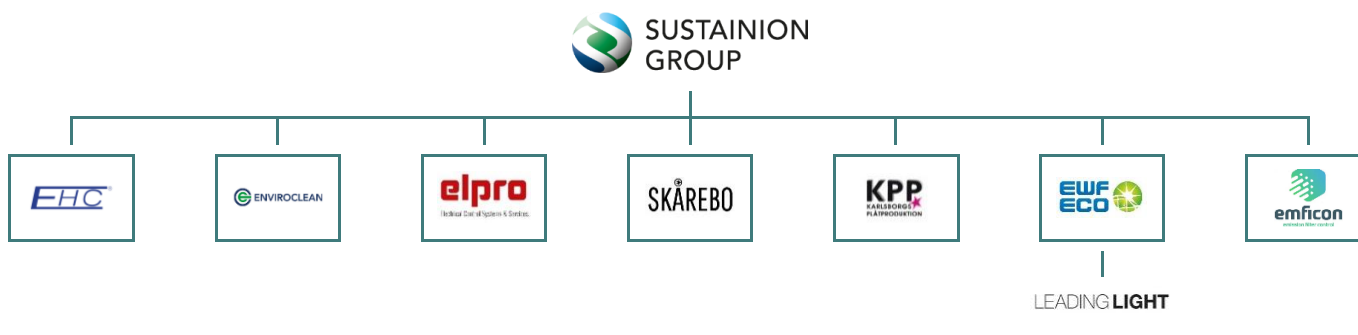
Sustainion stöds av en kapitalstark och industriell erfaren ägarbas med bevisad förmåga att bygga och utveckla industrikoncerner. Bolagets ambition är att genomföra 2-3 selektiva förvärv per år i kombination med fortsatt organisk tillväxt i befintliga verksamheter, där Skårebo utgör den primära tillväxtmotorn genom sin ökade europeiska närvaro. Därtill väntas de senaste förvärven av Karlsborgs Plåtproduktion och Diemma B.V. successivt bidra till den finansiella utvecklingen, vilket sammantaget skapar förutsättningar för tillväxt och förbättrad lönsamhet över tid.



### Koncernstruktur

Sustainions industrikoncern har sedan 2021 successivt byggts upp genom förvärv och utveckling av bolag med hållbara teknologier inom framtidsexponerade industrisegment. Koncernen består av en portfölj av hel- och majoritetsägda dotterbolag med olika affärsinriktningar, där respektive bolag bedriver operativ verksamhet inom sina nischer. Sustainion tillämpar en decentraliserad koncernstruktur där dotterbolagen drivs med operativ självständighet, medan moderbolaget ansvarar för övergripande styrning, kapitalallokering, förvärvsarbete och strategisk utveckling. Koncernledningen fungerar som stöd till dotterbolagen inom områden såsom finansiering, bolagsstyrning och långsiktig strategi.

Koncernen omfattar idag åtta dotterbolag som är verksamma inom områden såsom miljöteknik för fordonsmarknaden, industriell automation och elstyrning, Smart City-lösningar för hållbara stadsmiljöer samt grossistverksamhet inom laddboxar och kringutrustning för elbilsaddning. Dotterbolagen verkar på delvis skilda marknader och kundsegment, med försäljning främst i Sverige och Norden samt internationellt genom egna säljorganisationer och distributörsnätverk. Koncernens struktur möjliggör parallell utveckling av flera verksamheter inom olika industriella nischer, samtidigt som Sustainion löpande utvärderar nya förvärv och tilläggsförvärv i linje med koncernens hållbara inriktning.



## Hållbarhetsexponering utgör långsiktiga strukturella tillväxt drivare

Koncernen Sustainion Group består i dagsläget av totalt åtta dotterbolag med fokus på framtidsbranscher inom hållbar utveckling. Bolagets dotterbolag har alla olika verksamhetsinriktningar, däremot med den gemensamma faktorn att alla är verksamma inom hållbara nischer. Den underliggande gemensamma faktorn utgör strukturella tillväxt drivare inom respektive dotterbolag, i takt med att fokus i samhället allt mer riktas mot hållbarhet. Den underliggande tillväxten i dotterbolagen innebär potential för en hög organisk tillväxt, vilket stöds av bolagets finansiella mål med en organisk tillväxt om cirka 10-25 % årligen. Ett tydligt kriterium i Sustainions förvävsstrategi är att förvärva kassaflödespositiva bolag, vilket innebär att samtliga dotterbolag i grunden uppvisar lönsamhet. Denna strategi innebär att Sustainion kan allokera eget kassaflöde till nya förvärv. Den uttalade ambitionen är att Sustainion selektivt skall förvärva cirka 2-3 bolag per år.

### Verksamhetsbeskrivningar



EHC Teknik utvecklar och tillverkar partikelfilter för tunga fordon, främst inom dieselapplikationer. Bolagets produkter används för att minska partikelutsläpp och förbättra arbetsmiljön kring fordon som används inom exempelvis industri, gruvor och försvar. Försäljningen sker både i Sverige och internationellt, huvudsakligen via distributörer men även via egna dotterbolag. Under senare år har bolaget märkt av ett ökat intresse kopplat till skärpta arbetsmiljö- och emissionskrav. Verksamheten bedrivs med egen produktutveckling och tillverkning.



EnviroClean utvecklar och säljer utrustning för mätning och analys av avgaser och partiklar från fordon. Produktutbudet omfattar bland annat gas- och rökanalysatorer samt partikelmätare för kontroll av utsläpp. Bolaget är verksamt i Sverige samt internationellt, med försäljning i Europa och andra regioner via egna bolag och distributörer. Under de senaste åren har EnviroClean arbetat med lansering av en ny partikelmätare för den tyska marknaden. Verksamheten är kopplad till regulatoriska krav på emissionskontroll.



Elpro i Alingsås är verksamt inom industriell automation och elstyrning, med fokus på kundanpassade lösningar. Bolaget levererar automationslösningar till kunder inom flera industrisegment, däribland elektrifieringsrelaterade applikationer. Verksamheten bedrivs främst i Sverige, med kunder inom både privat och offentlig sektor. Elpro arbetar projektbaserat och har egen kompetens inom konstruktion, el och automation. Under senare år har bolaget successivt breddat sin kundbas.



EWF Eco är verksamt inom Smart City och erbjuder lösningar för hållbara stadsmiljöer. Bolaget är återförsäljare av smarta, uppkopplade system för bland annat sophantering och återvinning i publika miljöer. Kunderna utgörs främst av kommuner och offentliga aktörer i Sverige och övriga Norden. EWF Eco har även integrerat verksamhet inom säkra laddskåp för exempelvis elcykelbatterier. Försäljningen sker projektbaserat med längre beslutsprocesser.



Leading Light utvecklar och säljer smarta, uppkopplade belysningsystem för utomhusmiljöer. Produkterna är inriktade på energieffektivitet och används i exempelvis offentliga miljöer och stadsmiljöer. Bolaget verkar inom Smart City-segmentet och säljer sina lösningar till kommuner och andra offentliga kunder. Leading Light förvärvades av Sustainion genom dotterbolaget EWF Eco och ingår som ett komplement i Smart City-erbjudandet. Verksamheten är projekt- och offertdriven.



Skårebo Energi är ett marknadsledande grossistföretag inom utrustning för elbilsaddning och energilagring. Bolaget är specialister på energistyrning och säljer prisvärda och kvalitativa laddboxar samt hembatterier från marknadsledande tillverkare samt utvecklar, tillverkar och säljer tillbehörprodukter i egen regi. Skårebo säljer idag sina produkter i främst Sverige men även i övriga Norden samt ett par andra länder i Europa. Skårebo förvärvades av Sustainion under 2024 och har därefter blivit koncernens största verksamhet sett till omsättning. Bolaget är exponerat mot den ökande elektrifieringen av fordonsflottan. Bolaget har huvudkontor och lager i Jönköping.



Karlsborgs Plåtproduktion (KPP) är verksamt inom legotillverkning av komponenter i plåt och rör. Bolaget erbjuder produktionstjänster som omfattar laserskärning av rör och plåt, stansning, plåtbearbetning, kantpressning, svetsning och pulverlackering. Verksamheten präglas av en hög grad av automation i produktionen, vilket möjliggör tillverkning av både mindre serier och mer komplexa komponenter. KPP har en bred kundbas bestående av både svenska och internationella industriföretag. KPP är idag leverantör till bland annat Elpro och EHC Teknik, en strategi som bolaget avser att eventuellt bredda ytterligare.



Diemna B.V., genom varumärket Emficon, utvecklar, tillverkar, installerar och underhåller avgasreningssystem för dieselmotorer med hela värdekedjan internt. Bolaget erbjuder katalytiska reningssystem för reduktion av kväveoxidutsläpp samt partikelfilter som fångar upp sotpartiklar från förbränning. Systemen anpassas efter varje kunds specifika förutsättningar. Bolaget har idag 5 heltidsanställda och kundbasen utgörs av bolag inom marint, fiske, muddring, byggnation och järnväg, i Nederländerna och internationellt.

Sustainion opererar i dagsläget inom tre specifika affärsområden, där bolaget selekterar förvävsobjekt utifrån hållbara framväxande nischer. Under 2025 utfördes förvärvet av Karlsborgs Plåtproduktion (KPP), en tidigare producent till ett dotterbolag inom Sustainion. Förvärvet beskrivs som ett synergiförvärv där produktion till övriga dotterbolag kan utföras av KPP. Förvärvet stärker även upp leveranskedjan och säkerställer att övriga dotterbolag kan möta dess underliggande efterfrågan. Framöver kan bolaget komma att bredda erbjudandet bortom dagens tre specifika affärsområden, beroende på vilka möjligheter som uppstår för koncernen.

Smart city



LEADING LIGHT

Miljöteknik



Elektrifiering

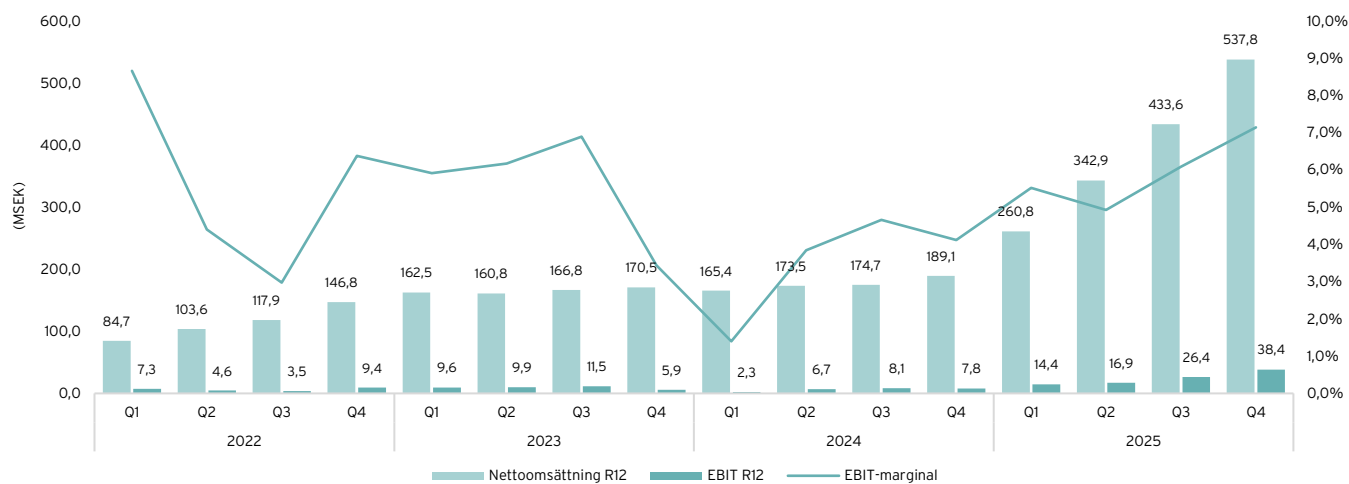


## Enastående historisk tillväxt under lönsamhet

Sustainion har under de senaste åren uppvisat en stark utveckling i både omsättning och lönsamhet, drivet av en kombination av organisk expansion i dotterbolagen och en aktiv förvävsstrategi. Bolaget har konsekvent fokuserat på att förvärva lönsamma teknikbolag i nischer med strukturell tillväxt, vilket successivt byggt upp en större industrikoncern. Strategin har resulterat i en tydlig uppväxling i både omsättning och resultat, där bidrag från genomförda förvärv kombinerats med fortsatt utveckling i befintliga verksamheter.

Under 2025 accelererade utvecklingen ytterligare. Nettoomsättningen ökade kraftigt samtidigt som resultatet förbättrades markant, till stor del drivet av förvärvet av Skårebo Energi och dess expansion i Norden. Under året uppvisade flera av koncernens övriga dotterbolag, däribland EHC Teknik och EWF Eco, en positiv utveckling. Skårebo utgör idag en betydande del av koncernen och har, i egenskap av grossist, en lägre marginal än övriga verksamheter, vilket påverkar koncernens genomsnittliga marginalnivå. I takt med att fler dotterbolag växer och nya förvärv tillkommer kan beroendet av enskilda bolag minska, samtidigt som marginalen successivt kan förbättras.

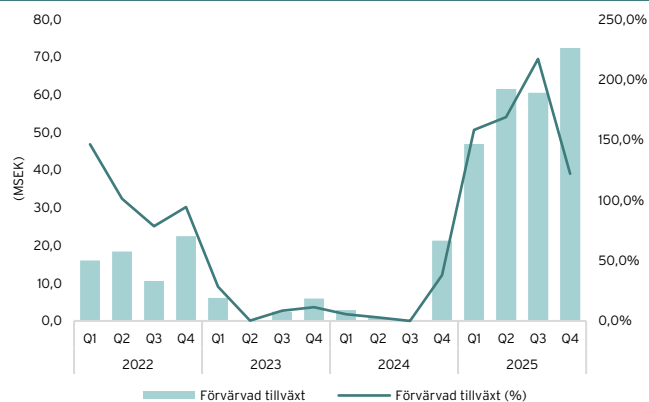
### Finansiell utveckling (R12), 2022-2025



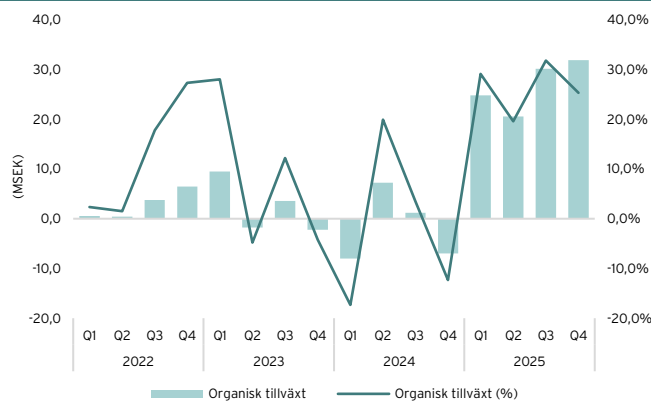
I slutet av Q4'24 påbörjades integrationen av Skårebo Energi, ett förvärv som markant ökade Sustainions omsättning och förändrade koncernens storlek. Under 2025 adderades även Karlsborgs Plåtproduktion till portföljen, ett bolag som i rapporterade siffror endast ingick under cirka två veckor av Q3'25 men fullt ut under Q4'25. För helåret 2025 omsatte Karlsborgs Plåtproduktion omkring 47 MSEK. Vidare förvärvades det nederländska bolaget Diemma B.V. i mars 2026, med en årlig omsättning om cirka 1,8 MEUR. De senaste förvärven innebär att den förvärvsdrivna tillväxten inför 2026 uppgår till omkring 45 MSEK.

Under 2025 uppvisade Sustainion en stark organisk utveckling. Tillväxten drevs i hög grad av Skårebos expansion i Norge, Nederländerna och Danmark, där efterfrågan på laddinfrastruktur utvecklats i takt med elektrifieringen av fordonsflottan. Flera av koncernens övriga dotterbolag bidrog också positivt. Framåt väntas den organiska tillväxten drivas av Skårebos fortsatta geografiska expansion, förbättrade produktionsförutsättningar inom övriga dotterbolag, ökad efterfrågan kopplad till försvarsupprustningen inom NATO samt en underliggande strukturell tillväxt inom hållbarhetsrelaterade nischer.

### Ökad förvärvad tillväxt under 2025...



### ...likväl som en ökad organisk tillväxt



## Utveckling inom respektive dotterbolag

Den historiska utvecklingen inom respektive dotterbolag ger en inblick i den underliggande utvecklingen i bolagets siffror. Intäkterna har historiskt utvecklats stabilt, men det är en tydlig diskrepans i storleken för respektive bolag.

Vissa dotterbolag inom Sustainion har historiskt haft problem med leveranskedjan och komponentbrist hos sina leverantörer, vilket under tidigare år har bidragit till en relativt modest intäktsutveckling. Exempelvis påverkades några dotterbolag negativt av leveransstörningar under 2022 och 2024, trots en fortsatt efterfrågan på flera av bolagens produkter. Rationalen bakom förvärvet av Karlsborgs Plåtproduktion är därför delvis att säkra upp leveranskedjan och undvika potentiella leveransproblem i framtiden, vilket skapar goda organiska tillväxtmöjligheter för flera av dotterbolagen.

Ledningen framhåller framtida potential i dotterbolaget EHC Teknik, ett bolag som säljer mobila avgasfilter till diverse dieselfordon. Så sent som i januari 2026 mottog bolagets dotterbolag i Belgien en order om 6 MSEK till militära fordon, en order som utgjorde en betydande del av det belgiska dotterbolagets budgeterade omsättning för 2026. Upprustningstrenden inom försvaret och NATO väntas gynna EHC Teknik, då krav på arbetsmiljö ökat och flera aktörer i många fall ligger efter i såväl upprustningscykler som arbetsmiljöregler. Bolaget förväntas även, tillsammans med det senaste förvärvet av Diemma B.V. (Emficon), realisera flera synergier.

### Nettoomsättning inom respektive dotterbolag<sup>7</sup>, 2016-2024

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
EHC Teknik*	20,9	22,7	24,0	26,5	25,0	24,0	25,2	24,0	23,2
EnviroClean			16,0	27,9	14,6	28,4	20,1	20,5	17,9
Elpro	37,6	40,7	44,4	45,8	23,3	39,2	56,8	49,4	66,8
EWF Eco	18,3	30,0	37,0	49,0	50,9	50,9	58,8	59,5	53,2
Leading Light	9,0	9,4	10,4	8,8	10,4	10,9	12,5	11,4	10,0
Skårebo Energi						65,4	219,6	185,0	242,7
Karlsborgs Plåtproduktion	27,9	31,2	31,5	30,9	36,7	36,2	42,0	66,0	29,8
<b>Summa</b>	<b>113,7</b>	<b>134,1</b>	<b>163,3</b>	<b>188,9</b>	<b>160,9</b>	<b>254,9</b>	<b>435,1</b>	<b>415,8</b>	<b>443,7</b>

\*inkluderat utländska dotterbolag

### Omsättningstillväxt inom respektive dotterbolag<sup>7</sup>, 2016-2024

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
EHC Teknik*		8,9%	5,4%	10,5%	-5,7%	-4,0%	5,2%	-4,8%	-3,4%
EnviroClean				74,1%	-47,6%	94,4%	-29,2%	2,0%	-12,5%
Elpro		8,3%	9,1%	3,1%	-49,2%	68,1%	45,0%	-13,0%	35,3%
EWF Eco		64,5%	23,2%	32,3%	4,0%	0,0%	15,6%	1,1%	-10,5%
Leading Light		4,2%	10,8%	-15,3%	18,2%	4,4%	15,1%	-8,8%	-12,3%
Skårebo Energi							235,9%	-15,8%	31,1%
Karlsborgs Plåtproduktion		11,9%	0,7%	-1,8%	18,8%	-1,5%	16,1%	57,2%	-54,9%
<b>Omsättningstillväxt</b>		<b>18,0%</b>	<b>21,8%</b>	<b>15,7%</b>	<b>-14,8%</b>	<b>58,4%</b>	<b>70,7%</b>	<b>-4,4%</b>	<b>6,7%</b>

\*inkluderat utländska dotterbolag

### EBIT inom respektive dotterbolag<sup>7</sup>, 2016-2024

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
EHC Teknik*	3,1	2,5	4,4	7,7	7,0	5,0	7,1	4,0	2,1
EnviroClean			1,4	1,4	1,4	4,3	2,8	1,6	0,1
Elpro	2,9	5,0	2,3	-1,7	-6,7	-0,2	2,9	-0,9	3,8
EWF Eco	3,4	2,6	1,9	2,8	3,1	1,9	-5,4	-5,6	1,0
Leading Light	0,1	-0,5	-1,1	-2,2	0,7	-1,8	0,2	-1,1	-2,0
Skårebo Energi						4,9	14,4	5,7	15,1
Karlsborgs Plåtproduktion	1,8	2,7	1,8	0,5	4,9	1,5	3,9	11,1	1,8
<b>Summa EBIT</b>	<b>11,4</b>	<b>12,3</b>	<b>10,6</b>	<b>8,5</b>	<b>10,4</b>	<b>15,8</b>	<b>26,0</b>	<b>14,8</b>	<b>22,0</b>
y-o-y		7,9%	-13,5%	-20,1%	22,1%	52,5%	64,3%	-42,9%	48,5%

\*inkluderat utländska dotterbolag

### EBIT-marginal inom respektive dotterbolag<sup>7</sup>, 2016-2024

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
EHC Teknik*	15,0%	11,1%	18,3%	29,0%	28,1%	21,0%	28,0%	16,8%	9,2%
EnviroClean			9,0%	5,1%	9,7%	15,3%	13,8%	7,9%	0,7%
Elpro	7,7%	12,2%	5,2%	-3,7%	-28,8%	-0,6%	5,1%	-1,9%	5,7%
EWF Eco	18,7%	8,6%	5,0%	5,8%	6,0%	3,8%	-9,1%	-9,3%	1,9%
Leading Light	1,5%	-5,8%	-10,9%	-25,5%	6,9%	-16,2%	2,0%	-9,7%	-20,2%
Skårebo Energi						7,6%	6,6%	3,1%	6,2%
Karlsborgs Plåtproduktion	6,4%	8,8%	5,6%	1,6%	13,2%	4,3%	9,3%	16,8%	6,1%
<b>EBIT-marginal</b>	<b>10,0%</b>	<b>9,2%</b>	<b>6,5%</b>	<b>4,5%</b>	<b>6,4%</b>	<b>6,2%</b>	<b>6,0%</b>	<b>3,6%</b>	<b>5,0%</b>

\*inkluderat utländska dotterbolag

## Förvärvsmodell: Decentraliserat ägande med stöttande expertis

Sustainion tillämpar ett decentraliserat ägande i sina dotterbolag där varje enskilt dotterbolag har en egen vd, som arbetar mot och rapporterar till moderbolagets ledning. Förvärvsmodellen är tydligt förankrad i en decentraliserad "buy-and-build"-strategi med fokus på långsiktig värdeskapande. Koncernen riktar sig mot lönsamma, entreprenörsledda bolag där det finns en naturlig passform och potential för att accelerera tillväxten. En viktig utgångspunkt är att Sustainion ska kunna tillföra konkret värde, men bolagen drivs fortsatt självständigt av befintlig ledning. Målbolagen kännetecknas ofta av att de nått en stabil nivå, med god lönsamhet men begränsad skalning, exempelvis inom internationalisering eller organisatorisk utveckling. Här kan Sustainion fungera som ett aktivt stöd i mer strategiska och ibland "obekväma" beslut, utan att centralisera verksamheten. Modellen bygger på att entreprenören kan bolaget bäst, vilket innebär att Sustainion undviker att standardisera eller integrera verksamheterna i någon koncerngemensam struktur.

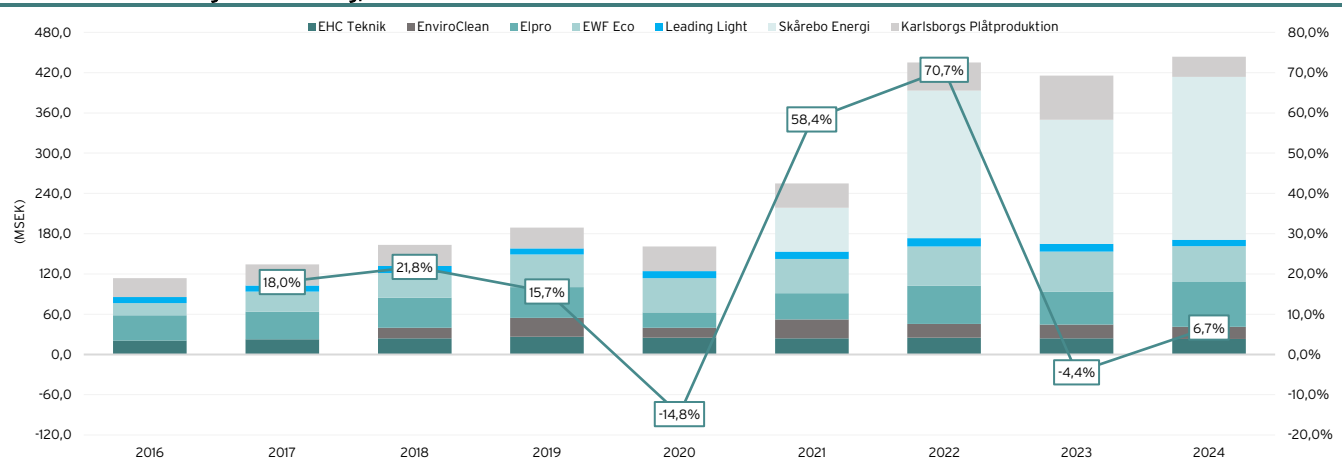
Synergier ses som ett komplement snarare än en ren investeringsgrund. Synergier återfinns främst inom ekonomifunktioner, produktion, resursutnyttjande och kompetensdelning, där koncernen successivt kan optimera exempelvis leveranskedjor och kapacitetsutnyttjande. Samtidigt är varje bolag förvärvat på egna meriter och ska kunna stå självständigt på egna ben.



En viktig del i Sustainions förvärvsmodell är att förvärva bolag med en bevisad affärsmodell, men med tydlig potential för internationell expansion. Detta innebär att fokus ligger på entreprenörsledda bolag som redan är lönsamma och stabila, men som av olika skäl inte fullt ut realiserat sin tillväxtpotential. Ofta handlar det om bolag där ledningen varit relativt ensam i sitt beslutsfattande och därför inte tagit nästa steg, exempelvis geografisk expansion eller större strategiska initiativ. Här kan Sustainion bidra som ett aktivt bollplank och möjliggöra mer offensiva beslut, samtidigt som bolagen fortsatt drivs självständigt. Viktigt är att det finns en tydlig strategisk passform och att Sustainion kan tillföra konkret värde. Sustainion uppger att man selektivt ämnar förvärva 2-3 bolag årligen, med en nettoomsättning inom intervallet 50-300 MSEK. Det viktigaste beskriver däremot bolaget är att fortsätta vara selektiva genom att identifiera bolag som naturligt passar in i koncernen, med stark tillväxtpotential, till attraktiva värderingsnivåer.

Från när ett förvärv genomförts, sätts tillsammans med ledningen en tydlig plan för framtiden upp. Varje enskilt bolag har sin unika väg framåt, men med Skårebo, ett referenscase vi gillar att återkomma till, så påbörjades internationaliseringsresan redan något enstaka kvartal efter utfört förvärv. Nu cirka ett år senare, har bolaget uppvisat en mycket god tillväxt på nya marknader trots att internationaliseringsresan fortsatt beskrivs befina sig i ett tidigt stadi. I dagsläget utgör Skårebo över 50 % av Sustainions totala intäkter, vilket innebär att Sustainions organiska tillväxt till stor del är beroende av utvecklingen i Skårebo. I takt med att Sustainion utför nya förvärv minskar koncentrationen till Skårebo. Skårebo har även, i egenskap av grossist, lägre marginaler än övriga dotterbolag i gruppen. Nya industriella förvärv kommer därför sannolikt kunna driva en marginalexpansion för Sustainion.

### Tillväxt inom samtliga dotterbolag, 2016-2024



\*ej inkluderat Diemna B.V.

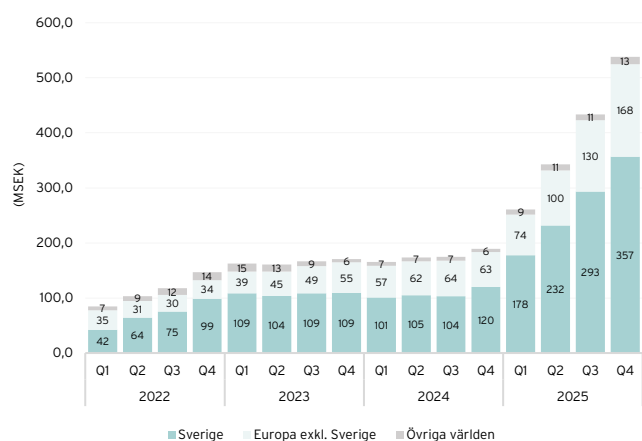
## Förvärva → internationalisera är en del av tillväxtstrategin

En del av Sustainions förvärvs- och tillväxtstrategi är att hitta och förvärva entreprenörsledda bolag i ett stadie där en stabil grund byggts upp över lång tid, men bolaget behöver nya marknader och ny expertis för att ta nästa steg. Denna strategi återspeglas i Sustainions geografiska intäktsfördelning, där internationella intäkter är en del av den operativa utvecklingen. En majoritet av bolagets intäkter genereras i Sverige, men över tid har intäkterna från övriga Europa ökat successivt. En stor del av tillväxten är förvärvad, primärt inom Sverige, men utvecklingen speglar även hur befintliga dotterbolag, inte minst Skårebo, etablerat sig på nya marknader och successivt ökat sin närvaro även utanför Sverige. I takt med att bolagen etableras inom Sustainion paraplyet och tas internationellt, så förväntas andelen intäkter från Europa öka. Bolaget har även via det senast kommunicerade förvärvet av Diemba B.V. etablerat sin förvärvsstrategi bortom Sveriges gränser. Förvärvet innebär potential för ökad geografisk expansion, inte minst genom realiserade synergieffekter via EHC Teknik.

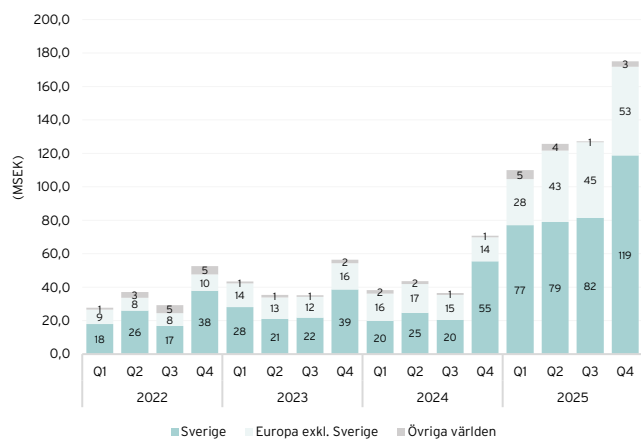
Internationalisering är en stegvis process där investeringar i organisation, lager och distribution ofta sker innan intäkterna skalar upp. Intäkterna från nya marknader är därför i vissa fall initialt begränsade, men kan växa snabbt när affären väl fått fäste. Den utveckling som syns i Europa under de senaste kvartalen indikerar att några av Sustainions dotterbolag nu befinner sig i en sådan fas. Exempelvis växer och lanserar EWF Eco, EHC Teknik och Leading Lights sina erbjudanden på utländska marknader. Inom EHC Teknik har ett dotterbolag nyligen lanserats i Italien<sup>18</sup>, där bolaget nu går från en distributörsanpassad försäljningsmodell till direktförsäljning genom egenanställda lokala säljare. Detta väntas öka den organiska tillväxten i bolaget, då egna säljare generellt fokuserar mer på försäljning än distributörer.

Den geografiska intäktsfördelningen kan därför sannolikt variera mellan kvartal beroende på var i internationaliseringsfasen respektive dotterbolag befinner sig. Över tid bidrar en större geografisk spridning till en bredare intäktsbas och minskat beroende av enskilda marknader, vilket skapar förutsättningar för en mer uthållig tillväxt.

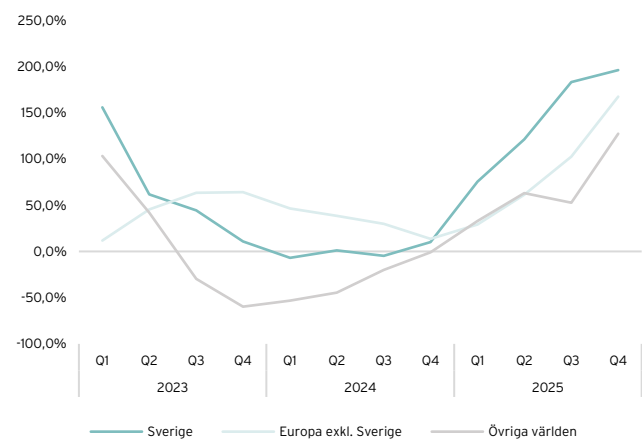
Geografisk intäktsfördelning, R12



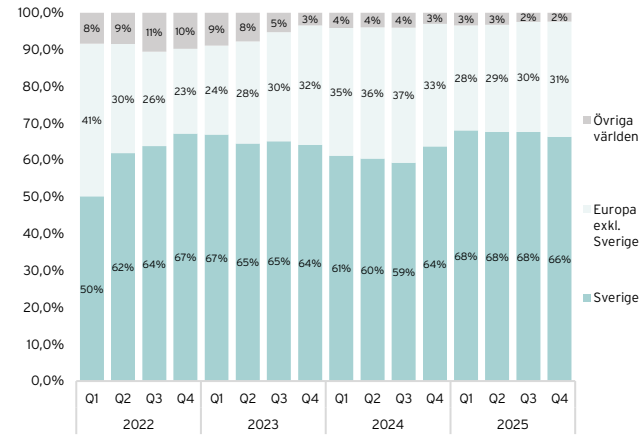
Geografisk intäktsfördelning, kvartal



Geografisk intäktsfördelning tillväxt, R12



Procentuell geografisk intäktsfördelning, R12



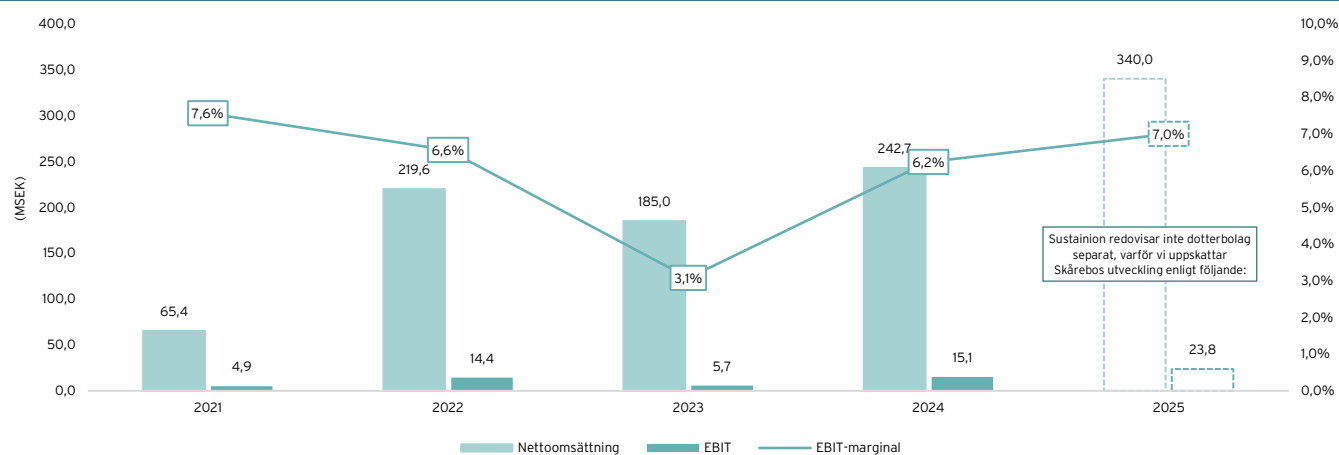
## Det perfekta referenscaset: Skårebo Energi

Under 2024 genomförde Sustainion förvärvet av Skårebo Energi, en ledande nischgrossist inom elbilsladdning i Norden. Bolaget fungerar som distributionspartner till flera ledande tillverkare av laddboxar och erbjuder kundpassade, nyckelfärdiga lösningar till installatörer, återförsäljare och andra aktörer i värdekedjan. Affärsmodellen bygger på ett volymbaserat inköps- och distributionskoncept där Skårebo kombinerar bred produktportfölj, teknisk support och logistiklösningar. Detta möjliggör effektiv distribution av laddinfrastruktur i större skala i Sverige och övriga Norden.

Förvärvet innebär att Sustainions omsättning och resultat ökade väsentligt på årsbasis och Skårebo har därefter blivit en central del av koncernens verksamhet, med ett bidrag överstigande 50 % av intäkterna. Bolaget har etablerat en stark position i Norden och har under de senaste åren uppvisat hög tillväxt, samtidigt som en internationell expansion påbörjats. Under 2023 påverkades bolaget negativt av det försäljningsförbud som den norska leverantören Easee drabbades av i Sverige, till följd av bristande dokumentation. Skårebo har därefter återhämtat det tappade omsättningsbidraget, och problematiken kring Easee har i dagsläget ingen som helst negativ påverkan.

Tillväxten drivs främst av den snabbt växande elbilsmarknaden och ett nära samarbete med tillverkare av laddboxar, där Skårebo fungerar som distributions- och supportpartner till installatörerna. Bolaget har tagit initiala steg utanför Norden genom att sälja till nya marknader i Europa, främst via sina leverantörers internationella nätverk. Bolagets efterfrågan drivs av en bred elektrifiering av fordonsflottan samt ökade investeringar och subventioner i laddinfrastruktur. Enligt ledningen är potentialen inom Skårebo betydande, då flera europeiska marknader fortfarande befinner sig i ett mer tidigt skede av elektrifieringen, än vad Norden gör.

### Skårebo Energi finansiell utveckling



### Tillverkare driver kunder till Skårebo

En viktig faktor till Skårebos starka intäktsutveckling är bolagets nära partnerskap med ledande tillverkare av laddboxar. Genom flertalet etablerade samarbeten fungerar Skårebo som distributör och supportpartner på flera marknader, där tillverkarna ofta hänvisar installatörerna till Skårebo för försäljning, installationstillbehör och teknisk support. Detta innebär att Skårebo inte är beroende av egen kundanskaffning utan även får affärer genom sina leverantörers nätverk. Den goda positionen och relationen med tillverkare skapar ett skalbart inflöde av nya kunder i takt med att bolaget expanderar geografiskt.

En annan styrka ligger i Skårebos nära relation till installatörsledet, vilket utgör bolagets distributionskanal mot laddinfrastruktur. Bolaget fokuserar på att vara en teknisk och logistisk partner till installatörer genom bred produktportfölj, lagerhållning och framför allt en teknisk support i världsklass. Detta gör att installatörer kan köpa flera produkter och lösningar från en och samma leverantör, vilket förenklar inköps- och installationsprocesser. En viktig del av affärsmodellen är även bolagets egna varumärken, där Skårebo själva utvecklat vissa delar av erbjudandet samt kringliggande tjänster. Enligt ledningen har dessa produkter blivit populära hos installatörer, då de ofta kombinerar konkurrenskraftigt pris med god funktionalitet. Detta bidrar både till stark efterfrågan och något högre marginaler i affären.

### Urval av leverantörer på Skårebos plattform<sup>2</sup>

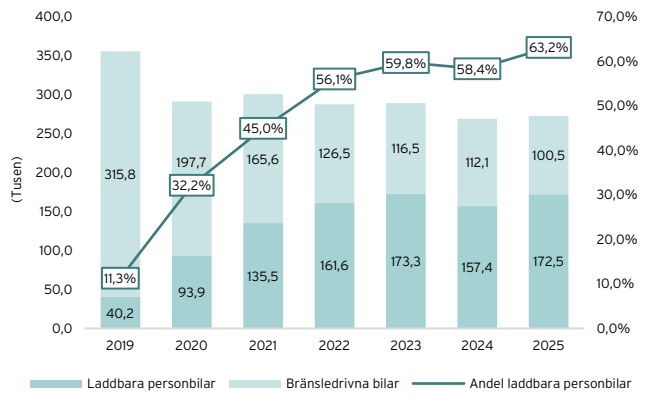


### Elektrifieringen i Norden driver Skårebos efterfrågan

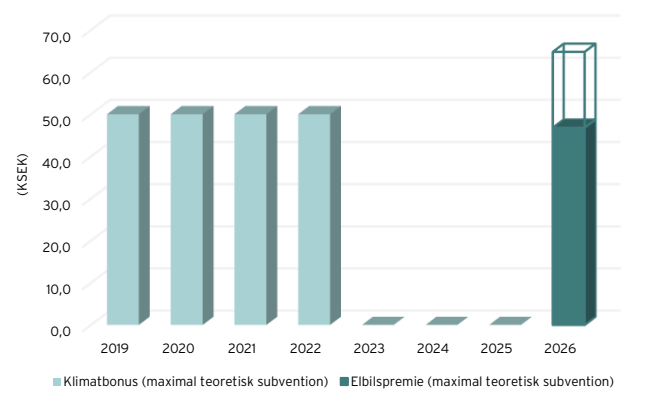
Marknaden för elbilar befinner sig fortsatt i ett tidigt skede sett till den totala fordonsflottan, trots att nybilsförsäljningen domineras av laddbara fordon. Andelen laddbara personbilar i den svenska fordonsparken ligger i dagsläget kring 13 %, samtidigt som cirka 60 % av de nyregistrerade bilarna under det senaste året var laddbara. Detta innebär att elektrifieringen ännu inte fullt ut slagit igenom i den befintliga bilparken, vilket skapar en långsiktig tillväxtpotential i takt med att fordonsflottan successivt byts ut. Merparten av elbilsladdningen sker i hemmiljö, vilket påvisar betydelsen av tillgänglig och kostnadseffektiv laddinfrastruktur kopplad till bostäder och fastigheter. Ett ökat bränslepris är också en drivkraft för en fortsatt ökad andel laddbara personbilar i den totala fordonsflottan.

Sverige har under flera år använt ekonomiska incitament för att påskynda övergången till elbilar. Mellan juli 2018 och november 2022 fanns den så kallade klimatbonusen, ett engångsstöd som betalades ut efter att bilen ställts på för första gången. Bonusen beräknades enligt en formel baserad på bilens koldioxidutsläpp och kunde uppgå till maximalt 50 000 kronor för rena elbilar. Systemet gällde nationellt och omfattade både privatpersoner och företag. Syftet var att göra elbilar mer konkurrenskraftiga mot bensin- och dieslbilar och därigenom öka elektrifieringen av fordonsflottan. Klimatbonusen avskaffades i november 2022, bland annat eftersom kostnaderna för staten blivit höga och eftersom många mottagare bedömdes ha råd att köpa elbil även utan stöd. Mellan 2023 och 2025 fanns därför inget statligt stöd för elbilar. Från den 18 mars 2026 införs i stället en ny elbilspremie, då regeringen den 18 december 2025 beslutade om den nya riktade elbilspremien. Den nya premien gäller främst hushåll med lägre inkomster i områden med begränsad kollektivtrafik. Grundpremien uppgår till maximalt 46 800 kronor per bil, förutsatt att hushållsinkomsten uppgår som högst till 80 % av medelinkomsten. Beloppet baseras på ett månatligt stöd om 1 300 kronor som kan betalas ut under högst 36 månader. Därtill kan vissa hushåll erbjudas ett möjligt starttillägg på maximalt 18 000 kronor, förutsatt att hushållsinkomsten understiger 50 % av medelinkomsten.

Nyregistrerade bilar i Sverige<sup>1</sup>



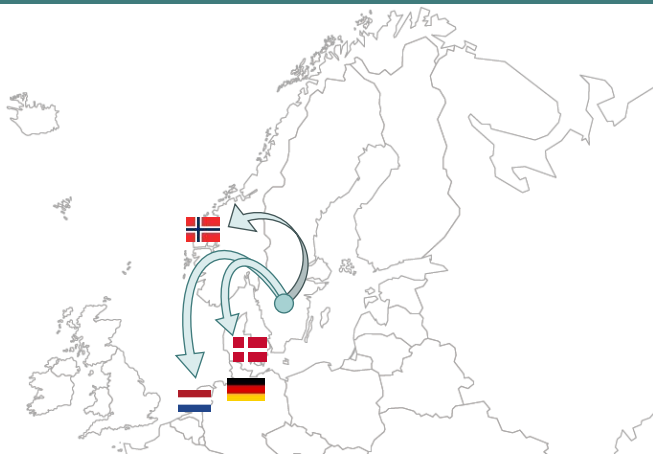
Återupptaget statligt stöd till laddbara bilar<sup>3</sup>



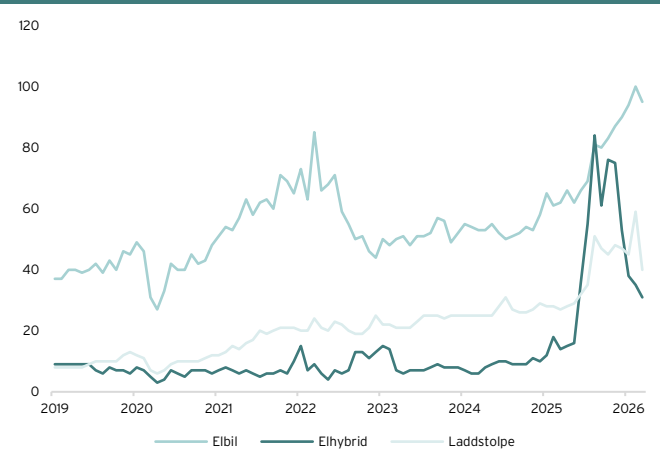
### Internationell expansion är en viktig tillväxt drivare

Eftersom tillverkarna av laddboxar ofta hänvisar installatörer till Skårebo, möter bolaget i praktiken efterfrågan på nya marknader redan från dag ett vid etablering. Modellen skapar en mycket fördelaktig kundanskaffningskostnad, där en stor del av nya kunder kommer från leverantörernas befintliga nätverk. Den internationella expansionen intensifierades under 2025 och har redan visat starka resultat, där en betydande del av den organiska tillväxten framförallt drivits av nya geografiska marknader. Expansionen befinner sig fortfarande i ett tidigt skede, vilket innebär att Skårebos internationella expansion utgör en viktig tillväxt drivare under de kommande åren.

Skårebo expanderar bortom Sverige



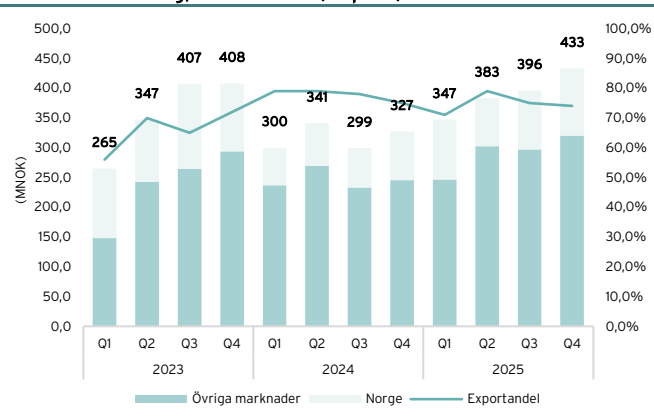
Sökintresse på nyckelmarknader (lokala språk)<sup>4</sup>



### Den börsnoterade tillverkaren Zaptec har rekordstarkt momentum

Zaptec, en norsk tillverkare av elbilsaddare tillika partner till Skårebo, levererade en mycket stark rapport för Q4'25 som avslutade ett rekordår med både hög tillväxt och rekordstark orderbok. Den positiva utvecklingen drivs i stor utsträckning av snabbt växande exportaffärer, där särskilt marknader som Benelux (Nederländerna), Storbritannien, Tyskland och Frankrike fortsätter att utvecklas starkt. Även den norska hemmamarknaden visar god efterfrågan. Zaptecs mest snabbväxande marknader är intressant i ett bredare perspektiv då samma geografier driver Skårebos starka utveckling. Zaptechs VD lyfter dessutom att elbilsaddarmarknaden fortfarande befinner sig i en tidig fas strukturellt, där elektrifiering, ökande elbilsflotta och nya energilösningar driver långsiktig tillväxt. Denna utveckling skapar direkta möjligheter för Skårebo, som levererar Zaptechs och flera övriga varumärkens produkter och system kopplade till laddinfrastruktur.

Nettoomsättning, 2023-2025 (Zaptec)<sup>6</sup>



Order intake och order backlog, 2023-2025 (Zaptec)<sup>6</sup>



### Regleringar kan driva Skårebos efterfrågan

I maj väntas nya EU regler om rätten till elbilsaddning införlivas i svensk lagstiftning. Syftet är att minska ett av de största hindren för elektrifieringen, nämligen begränsad tillgång till hemmaladdning för hushåll i flerbostadshus. Reglerna innebär i praktiken att fastighetsägare i större utsträckning inte kan neka installation av laddinfrastruktur. I den politiska diskussionen har flera aktörer i energibranschen argumenterat för att fastighetsägaren bör stå för investeringen i laddinfrastruktur, istället för enskilda boende, då laddning i allt högre grad betraktas som en grundläggande fastighetsfunktion<sup>5</sup>. Om lagstiftningen träder i kraft kan det påskynda utrollningen av laddinfrastruktur i flerbostadshus. För Skårebo skulle ett sådant regelverk fungera som en inhemsk efterfrågedrivare genom ökade projektvolymerna.

Regelverket kring laddinfrastruktur i Sverige har successivt skärpts genom plan- och byggförordningen, där krav på både förberedelser och installation av laddningspunkter införts. Sedan 2021 omfattas nybyggnation, där bostadshus med fler än tio parkeringsplatser ska förberedas med ledningsinfrastruktur, medan kommersiella fastigheter även måste installera laddpunkter. Från den 1 januari 2025 gäller även retroaktiva krav, där befintliga byggnader med fler än 20 parkeringsplatser måste ha minst en laddningspunkt<sup>11</sup>. Nyproduktion uppfyller i regel redan dessa krav, medan en stor del av de befintliga fastighetsbestånden i dagsläget inte gör det. Detta innebär ett uppdämt behov av investeringar, vilket kan skapa efterfrågedrivare för Skårebo i takt med att fastighetsägare behöver anpassa sig till regelverket.

### Emission i syfte att bredda produkt erbjudandet

I samband med den senast annonserade emissionen tog Sustainion in pengar för att investera i batterilagringssystem för Skårebo, vilket utgör en helt ny produktvertikal för Skårebo. Skårebos satsning på batterilagringssystem beskrivs som ett naturligt steg i breddningen av produkt erbjudandet, då både bolagets kunder och slutkunder redan efterfrågar lösningarna. Skårebos kunder (installatörer) hjälper redan slutkunder med installation av bland annat solpaneler. I takt med att effekttariffer införts har slutkunder som installerat solceller fått det svårare att räkna hem investeringen, vilket gör batterilagringssystem viktigt. Effekttariffer innebär att elkostnaden i högre grad baseras på hur hög effekt som används vid en given tidpunkt, snarare än enbart den totala energiförbrukningen<sup>9</sup>. Detta gör att höga samtidiga uttag, exempelvis vid laddning eller drift av flera energikrävande system, driver kostnader. Genom att använda batterilagring kan effektuttaget jämnas ut över tid, vilket sänker kostnaderna och förbättrar lönsamheten i energiinvesteringar.

Ledningen framhåller att det finns stor potential i Sverige inom detta segment, då en mängd solcellsägare i dagsläget saknar batterilagringssystem. Breddningen av Skårebos produktutbud innebär också att kunderna får ett mer helhetsgrepp om slutkund, vilket gör steget naturligt och skapar ett mer attraktivt erbjudande. Då kunderna och slutkunderna i stora drag är desamma som inom laddboxar, väntas produktbreddningen ge en relativt snabb effekt på intäktsutvecklingen.

Under 2025 ökade antalet installationer av batterilagringssystem i Sverige med cirka 34 %, då batterilösningar i allt högre grad integreras i nya solcellsanläggningar. Marknaden för solceller har utvecklats mot större och mer kapitalintensiva installationer, vilket ökar behovet av att optimera energianvändningen över tid. Batterilagring möjliggör detta genom att lagra överskottsproduktion och använda den vid högre pris- eller belastningstillfällen<sup>10</sup>. Befintlig data visar därmed att det finns ett uppdämt behov av batterilagringssystem, både inom nyinstallation men även befintliga installationer som under de senaste åren påverkats av ökade priser och effekttariffer.

## Goda förutsättningar för organisk tillväxt i övriga dotterbolag framgent

Vid en första anblick kan utvecklingen i flera av Sustainions dotterbolag uppfattas som relativt modest, särskilt med hänsyn till att det uppges finnas en underliggande efterfrågan på bolagens produkter. Detta är till viss del korrekt, men bilden nyanseras av att tillväxten i flera fall har begränsats av externa faktorer snarare än svag efterfrågan. Framför allt har komponentbrist och en begränsad tillverkningskapacitet hos externa leverantörer påverkat leveransförmågan i flera dotterbolag, vilket i sin tur hållit tillbaka intäkterna trots en god orderingång. Det finns därmed skäl att anta att den rapporterade tillväxten inte speglar den faktiska efterfrågebilden och tillväxtpotentialen i flera av bolagen.

Förvärvet av Karlsborgs Plåtproduktion (KPP) innebär att koncernen kan tillföra egen intern produktionskapacitet och således stärka kontrollen över delar av värdekedjan, vilket minskar beroendet av externa leverantörer. KPP möjliggör kortare ledtider, ökad flexibilitet och en högre grad av leveranssäkerhet, genom att flera dotterbolag inom koncernen kan nyttja kapaciteten inom KPP. Detta skapar förutsättningar för att i större utsträckning möta den efterfrågan som tidigare varit svår att fullt ut möta, och kan därmed bidra till den organiska tillväxten framöver. En högre kontroll av leveranskedjan bör även kunna bidra till lägre kapitalbindning och kortare kassakonverteringscykel, till följd av kortare ledtider, minskade lagerbehov och en högre grad av kontroll över produktionen.

### Intäktsdrivare för dotterbolag bortom Skårebo

- **EHC Teknik:** EHC är en utvecklare och tillverkare av emissionsfiltreringssystem för tunga fordon och maskiner, med fokus på att reducera partiklar och avgaser i miljöer där motorer används i begränsade eller slutna utrymmen. Bolaget levererar tekniska lösningar till kunder inom bland annat industri, logistik och försvar, där kraven på utsläppsreducering och arbetsmiljö är höga.

Bolaget har påbörjat en internationell expansion inom emissionslösningar för militära fordon, vilket nyligen bekräftades av en order på cirka 6 MSEK från den franska marknaden, motsvarande en betydande del av dotterbolagets budgeterade omsättning för 2026. Ordern är ett viktigt steg i bolagets satsning på försvarssegmentet och påvisar efterfrågan på EHC Teknicks teknologi i internationella- och försvarssammanhang. Bolagets försvarsexponering, i kombination med den pågående upprustningen inom NATO, stärker efterfrågebilden på bolagets produkter och skapar tillväxtpotentialer inom segmentet. Vidare har EHC övergått från distributörsbaserad försäljning till helägda dotterbolag på viktiga marknader, såsom Italien<sup>18</sup>. Detta innebär att säljare, på heltid, fullt kan fokusera på försäljning av bolagets produkter, till skillnad från distributörer som i samma utsträckning inte fokuserar på försäljning av EHCs erbjudande.

- **EnviroClean:** EnviroClean är en utvecklare och leverantör av emissionsmätutrustning, med fokus på partikelmätare samt gas- och rökanalysatorer för fordon. Bolaget säljer sina produkter globalt till verkstäder och bilbesiktningstationer.

Bolagets erbjudande drivs bland annat av regulatoriska krav kring utsläppskontroll, där införandet av krav på partikelmätning vid bilbesiktning inom EU skapar förutsättningar för ökad försäljning på redan etablerade marknader. Till och med 2029 väntas partikelmätning av dieselmotorer på samtliga bilprovninganläggningar införas, men Bilprovningen vill skynda på processen ytterligare<sup>22</sup>. Utöver detta finns ytterligare tillväxtpotentialer genom expansion till nya geografier för bolagets befintliga produkter, vilket bland annat stöds av en större order från Kenya under föregående år. Sustainions styrelse och ledning har tidigare erfarenhet från att bygga upp det globala bilprovningbolaget Opus Group. Mot denna bakgrund finns stor potential för försäljning av EnviroCleans mätinstrument, i takt med att regleringar ställer krav på bilprovningbolag att mäta och analysera utsläpp.

- **Diemma (Emficon):** Bolaget Diemma, via varumärket Emficon, är en utvecklare och leverantör av skräddarsydda avgasreningssystem för dieselmotorer, med fokus på marina applikationer samt tunga fordon och maskiner. Bolaget erbjuder lösningar för reduktion av kväveoxider och partiklar, där systemen anpassas efter kundernas specifika krav.

Förvärvet av Diemma skapar bland annat synergier med dotterbolaget EHC Teknik, där bolagen har kompletterande kompetenser inom avgasrening och tillsammans kan adressera en bredare marknad. Diemma har idag en stark position på den lokala marknaden, men kan genom EHCs dotterbolag öka sin internationella närvaro, speciellt i Tyskland och Belgien. EHC Teknicks erbjudande inom mobila- och permanenta filter samt Emficons exponering mot marina system möjliggör därmed korsförsäljningsmöjligheter. Diemma har även en viss exponering mot segment som kan klassificeras som dual-use, där lösningarna i framtiden potentiellt även kan breddas till militära tillämpningar.

- **EWF Eco:** EWF Eco är en leverantör av smarta och uppkopplade lösningar för offentliga miljöer, med fokus på hållbar stadsutveckling. Bolaget erbjuder produkter inom bland annat smart sophantering, återvinning och laddskåp för elcykelbatterier, där systemen bidrar till ökad effektivitet, minskad miljöpåverkan och förbättrad säkerhet i urbana miljöer.

Under perioden 2022-2024 har utvecklingen påverkats av återkommande leveransstörningar från externa leverantörer, vilket begränsat bolagets möjlighet att leverera på befintlig efterfrågan. Trots stark orderingång och hög efterfrågan har intäkter i flera fall skjutits fram, eller förlorats, till följd av komponentbrist och långa ledtider. I takt med att leveranssituationen förbättrats och produktionsförutsättningarna normaliserats finns förutsättningar för att en större del av efterfrågan omsätts i faktiska leveranser framöver. Under 2025 erhöll bolaget även större ordrar från Köpenhamns flygplats, vilket efter genomförd leverans har lett till flertalet dialoger med ytterligare flygplatser och indikerar en potential för fortsatt expansion inom segmentet<sup>8</sup>.

- **Elpro:** Elpro är en leverantör av automationslösningar och elinstallationer för industriella applikationer, med fokus på skräddarsydda system för styrning, effektivisering och elektrifiering av produktionsprocesser. Bolaget erbjuder helhetslösningar som omfattar konstruktion, installation och driftsättning, och har en bred kundbas inom industrin.

Under perioden 2022-2024 har utvecklingen påverkats av begränsningar i leveransförmåga och kapacitet, där projekt i flera fall skjutits fram i tiden. Detta har dels varit kopplat till leveransförskjutningar, men även interna kapacitetsbegränsningar, exempelvis inom elkonstruktion. Under samma period har efterfrågan varit god och orderingången indikerat en stark underliggande marknad. Förskjutningar i leveranser mellan kvartal har därmed påverkat omsättningen, utan att spegla den faktiska efterfrågenivån. I takt med att kapaciteten stärkts och organisationen byggts ut finns förutsättningar för en mer stabil leveransförmåga och därmed en jämnare intäktsutveckling framöver.

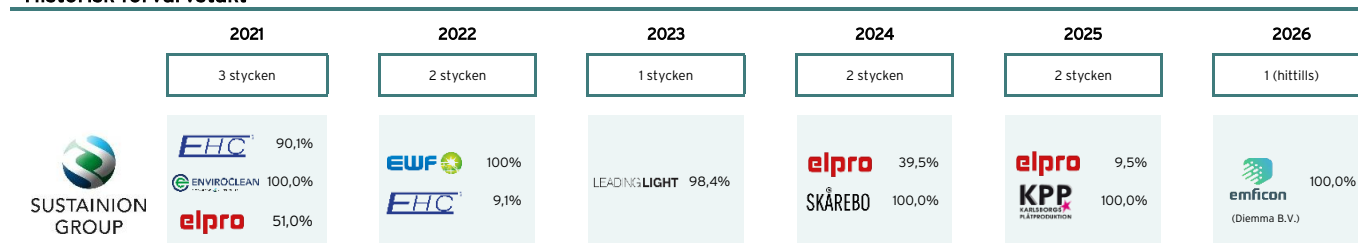
- **Karlsborgs Plåtproduktion:** Karlsborgs Plåtproduktion erbjuder ett brett produktionsutbud som omfattar bland annat laserskärning av rör och plåt, stansning, kantpressning, svetsning och pulverlackering. Den höga graden av automation möjliggör effektiv produktion av både mindre serier och mer komplexa komponenter. KPP har även egen konstruktionskapacitet för prototyper och detaljritningar, och levererar till en bred kundbas bestående av både svenska och internationella industribolag.

Förvärvet av KPP stärker Sustainions industriella plattform och tillför avancerad produktionskapacitet inom plåt- och rörbearbetning. Bolaget har en automatiserad maskinpark och en bred kundbas inom industrin, samtidigt som produktionen spänner över allt från prototyper till serietillverkning. En viktig del av rationalen är de industriella synergier inom koncernen, där ett av Sustainions befintliga dotterbolag redan är kund hos KPP och där kapaciteten kan nyttjas av flera verksamheter framöver. Förvärvet bidrar även till att stärka koncernens leveranskedja och minska beroendet av externa leverantörer inom kritiska produktionsmoment. Bolaget kommer under 2026 flytta in i nya lokaler vilket väntas stärka den interna effektiviteten avsevärt, vilket talar för potential för marginalexpansion.

## God historisk kapitalallokering gynnar aktieägarna

Sustainions förvärvsstrategi fokuserar på att identifiera entreprenörsledda teknikbolag inom hållbara nischer med etablerade produkter, stabil lönsamhet och tydliga marknadspositioner. Bolaget prioriterar verksamheter där nuvarande ledning vill fortsätta utveckla bolaget tillsammans med Sustainion, vilket möjliggör en decentraliserad struktur där dotterbolagen behåller sitt operativa ansvar. Förvärven genomförs selektivt och ofta till låga multiplar, med ambitionen att komplettera koncernens befintliga verksamheter och skapa industriella synergier. Enligt ledningen är målet att successivt bygga en bredare industrigrupp där nya förvärv både stärker koncernens kompetensbas och bidrar till långsiktigt värdeskapande.

### Historisk förvärvstakt



\*angiven procent avser förvärvad andel under aktuellt år

### Historiska förvärv har utförts till låga multiplar

Sustainion har historiskt genomfört förvärv till attraktiva värderingar, ofta till multiplar som ligger under jämförbara noterade bolag i liknande nischer. Detta speglar en disciplinerad förvärvsstrategi i kombination med en ledning och styrelse som har en dokumenterad förmåga att identifiera och genomföra värdeskapande affärer.

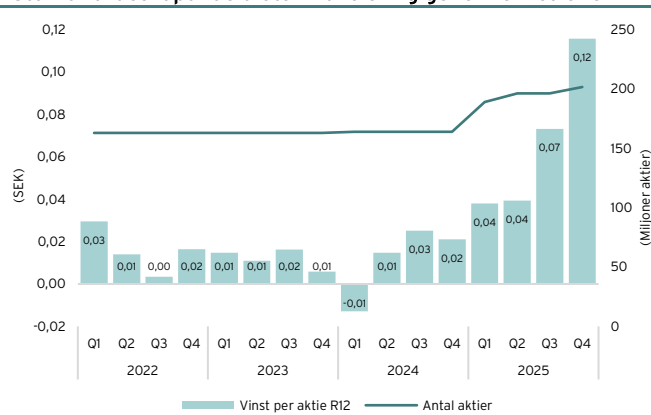
(MSEK)	Nettoomsättning	EBIT	Köpeskilling	Earnout	EV/S	EV/EBIT	EV/S inkl. EO	EV/EBIT inkl. EO
EHC Teknik AB	25,0	7,0	37,6	0,0	1,5x	5,4x	1,5x	5,4x
Enviroclean Sweden AB	14,6	1,4	12,2	0,0	0,6x	9,4x	0,6x	9,4x
Elpro i Alingsås AB	39,2	neg.	15,1	0,0	0,4x	neg.	0,4x	neg.
EWF Eco AB	57,0	6,0	25,0	0,0	0,4x	4,2x	0,4x	4,2x
Leading Light AB	12,5	1,0	6,9	9,8	0,6x	6,9x	1,3x	16,7x
Skårebo Energi AB	225,0	15,0	42,2	40,0	0,2x	2,6x	0,4x	5,5x
Karlsborgs Plåtproduktion AB	47,0	9,0	27,0	30,0	0,6x	3,0x	1,2x	6,3x
*Diemma B.V.	19,2	3,2	10,2	7,5	0,5x	3,2x	0,9x	5,5x
<b>Snitt</b>	<b>64,0</b>	<b>6,2</b>	<b>23,7</b>	<b>10,9</b>	<b>0,6x</b>	<b>4,9x</b>	<b>0,8x</b>	<b>7,6x</b>
<b>Median</b>	<b>47,0</b>	<b>6,0</b>	<b>25,0</b>	<b>3,7</b>	<b>0,5x</b>	<b>4,2x</b>	<b>0,8x</b>	<b>5,5x</b>

\*EUR/SEK 10,69

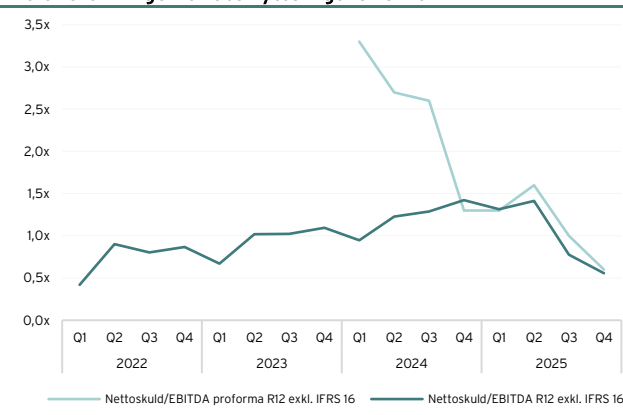
### Värdeskapande förvärv trots utspädning av den egna aktien

Förvärvet av Skårebo Energi och Karlsborgs Plåtproduktion finansierades genom emittering av den egna aktien, vilket per Q4'25 inneburit en utspädning om cirka 23 %. Efter periodens slut har ytterligare emissioner offentliggjorts, bland annat för att finansiera förvärvet av Diemma B.V. samt stötta befintliga dotterbolags tillväxtresor. Den totala utspädningen uppgår därför, mellan 2024 och idag, till cirka 32 %.

### Starkt värdeskapande trots finansiering genom emissioner



### Balansräkningen tillåter ytterligare förvärv



## Kapitalstark ägarbild som stöttar värdeskapandet

Sustainion har framgångsrikt nyttjat sina befintliga ägare för att finansiera en del av de historiska förvärven, en strategi som hittills visat sig framgångsrik. Sedan skapandet av nuvarande Sustainion Group har totalt 10 emissioner utförts i syfte att växa koncernen och motivera entreprenörerna i förvärvade bolag. Strategin innebär att bolaget kan utföra nya förvärv samt behålla entreprenörerna över tid, vilket är viktigt för dotterbolagens framtida tillväxtresor.

### Sammanställning av utförda emissioner

År	Emission	Tagare	Teckningskurs	Storlek	Syfte	Säkerställd av	Kommentar
2021	Företrädesemission	Befintliga aktieägare	1,15 SEK	34,5 MSEK	Finansiera framtida förvärv och investeringar i dotterbolag	AB Krösamaja, Jovitech Invest, Fore C Investment, P&P Utveckling	Övertecknad till 1380%
2022	Riktad emission	Säljarna av EWF Eco	1,20 SEK	14,4 MSEK	Delbetalning av förvärvet av EWF Eco	-	12 miljoner aktier emitterades
2023	Riktad emission	Säljarna av Leading Light	1,15 SEK	1,14 MSEK	Delbetalning av förvärvet av Leading Light	-	992 797 aktier emitterades
2024	Företrädesemission	Befintliga aktieägare	1,00 SEK	14,9 MSEK	Delvis finansiera förvärvet av Skårebo	AB Krösamaja, Jovitech Invest, Fore C Investment, P&P Utveckling + garantier	Tecknad till 84,2 %
2024	Riktad kvittningsemision	Säljarna av Skårebo	1,00 SEK	10,0 MSEK	Delbetalning av Skårebo-förvärvet	-	10 miljoner aktier
2025	Riktad kvittningsemision	Skårebo ONE AB, Aurora Capital Invest AB	1,03 SEK	7,5 MSEK	Betalning av 50 % av tilläggsköpeskilling 1	-	7 268 146 aktier
2025	Riktad kvittningsemision	PE Karlsborg Holding AB	1,00 SEK	5,0 MSEK	Delbetalning av förvärvet av KPP	-	5 miljoner aktier
2025	Riktad kontantemission	Gustavsson Entreprenör & Konsult AB	1,00 SEK	0,5 MSEK	Delfinansiering av KPP-förvärvet + incitament	-	500 000 aktier
2026	Riktad emission	Institutionella och andra kvalificerade investerare	1,55 SEK	22,0 MSEK	Finansiera Diemmaförvärvet, batterilagring i Skårebo samt reglera förvärvsrelaterade åtaganden	-	14 211 128 aktier, bookbuilding
2026	Riktad kvittningsemision	L.J. Wiersma Beheer B.V.	1,55 SEK	2,0 MSEK	Delbetalning av förvärvet av Diemma	-	1 315 290 aktier

### De fyra största aktieägarna ligger bakom nuvarande koncernstruktur

Sustainion Group skapades under 2021 då nedan fyra investerare gemensamt ville investera kapital. Investerarna hade då ett intressebolag noterat på Spotlight Stock Market, Vindico, som stöptes om och blev nuvarande Sustainion Group. Investerarna valde att tillsätta nuvarande vd Brodde Wetter och fokusera på att bygga en industrikoncern inom hållbara nischer. Samtliga investerare har under de senaste åren stöttat Sustainion med kapital och expertis. Samtliga investerare, förutom Magnus Greko, sitter för tillfället i Sustainions styrelse.

### Sustainions fyra största aktieägare

#### 1) AB Krösamaja



Magnus Greko & Jörgen Hentschel

#### 2) Jovitech Invest AB



Carl Schneider

#### 3) Fore C Investments



Göran Nordlund

#### 4) P & P Utveckling AB



Henrik Pålsson

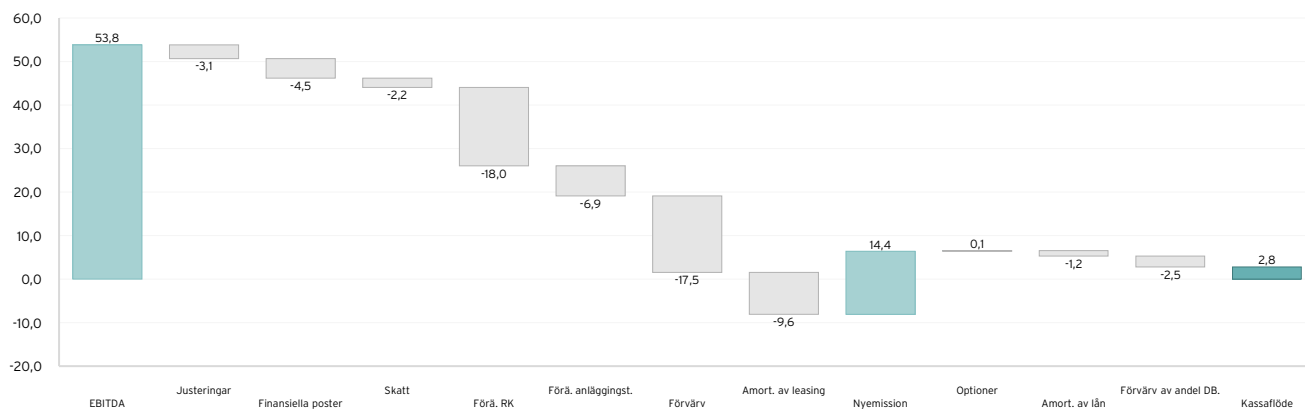
<b>Antal aktier i Sustainion</b>	30 520 325	27 617 634	24 491 473	23 410 042
<b>Ägarandel i Sustainion</b>	15,1 %	13,7 %	12,1 %	11,6 %
<b>*Sustainion som andel av totalt portföljvärde</b>	99,9 %	74,8 %	15,3 %	97,7 %
<b>*Totalt portföljvärde</b>	50,5 MSEK	60,9 MSEK	263,0 MSEK	39,4 MSEK

\*Holdings 2026-03-10

## Fokus på lönsamma förvärv skapar attraktiva möjligheter

Sustainions strategi är att bygga en växande industrigrupp genom förvärv av lönsamma bolag inom hållbara nischer. Ett viktigt kriterium i förvärvsstrategin är att förvärva kassaflödespositiva bolag, vilket innebär att dotterbolagen i grunden bidrar med eget kassaflöde till koncernen direkt. Affärsmodellen bygger på ett decentraliserat ägande där dotterbolagen drivs operativt självständigt, samtidigt som koncernen kan stötta bolagen finansiellt och strategiskt vid behov. Genererade kassaflöden kan därmed återinvesteras i verksamheterna, exempelvis genom kapacitetsinvesteringar eller expansion till nya marknader. Modellen möjliggör även fortsatt förvärvsdriven tillväxt där kapital allokeras till nya bolag inom koncernens fokusområden. Bolagets fokus på lönsamma dotterbolag, återinvesteringar i verksamheterna och en finansiellt stark ägarbas skapar förutsättningar för Sustainion att fortsätta expandera koncernen över tid.

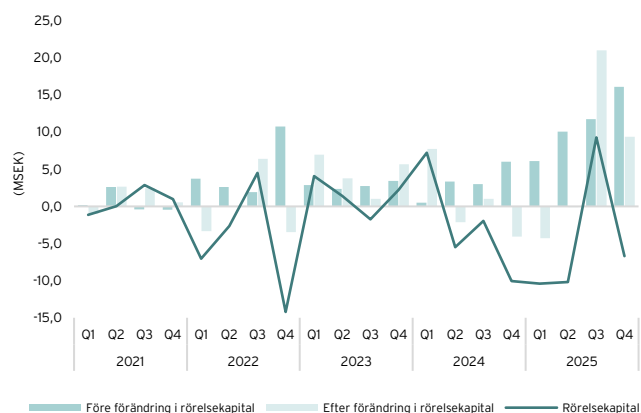
### Brygga över kassaflöde 2025



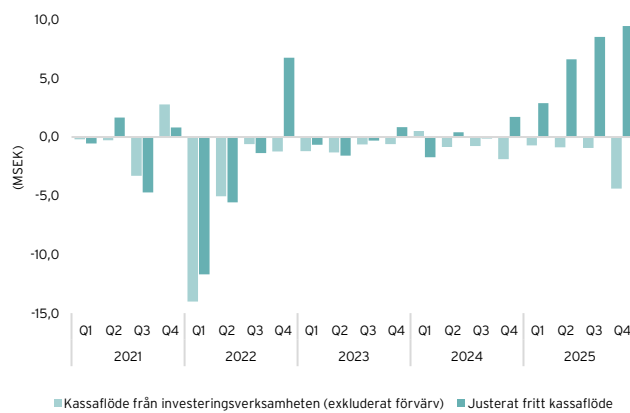
Kassaflödesutvecklingen under de senaste åren speglar i stor utsträckning koncernens tillväxt och den successiva uppbyggnaden av Sustainion som industrigrupp. I takt med att fler dotterbolag tillkommit och omsättningen vuxit har även den underliggande operativa kassagenereringen stärkts. Kassaflödet påverkas periodvis av förändringar i rörelsekapitalet, vilket är naturligt med tanke på bolagets starka organiska tillväxt, där ökade volymer innebär ökningarna i lager, kundfordringar och leverantörsskulder.

En del av kassaflödet återinvesteras löpande i dotterbolagen för att stödja fortsatt expansion, exempelvis genom lageruppbyggnad, investeringar i produktion eller etablering på nya marknader. Utvecklingen under senare år visar även hur koncernens växande intjäningsförmåga successivt bidrar till ett starkare justerat fritt kassaflöde. Framgent förväntar vi oss att bolaget i större och tydligare utsträckning kommer allokeras det egna kassaflödet till nya förvärv.

### Kassaflöde från den löpande verksamheten



### Justerat fritt kassaflöde

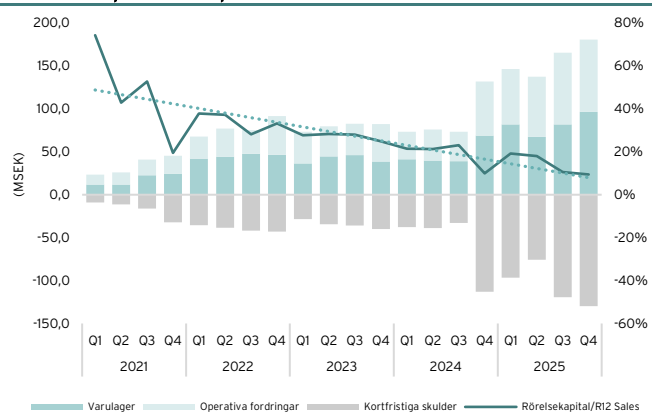


### Förbättrad rörelsekapitalbindning

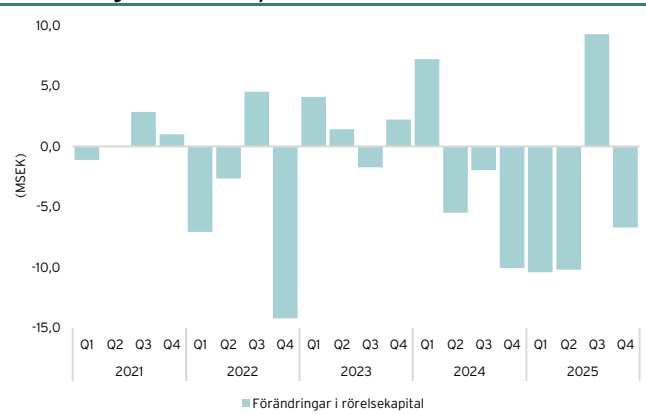
Trots att rörelsekapitalet ökat i absoluta tal har kapitalbindningen relativt omsättningen minskat ordentligt över tid. Rörelsekapital i relation till omsättning har fallit från omkring 50-60 % under 2022 till cirka 10-20 % under 2025. Den ökade effektiviteten drivs sannolikt till stor del genom förvärvet av Skårebo. Skårebos affärsmodell, där bolaget fungerar som en distributionspartner mellan tillverkare och installatörer, innebär sannolikt en snabb lageromsättningshastighet då beställningar görs utefter efterfrågan och levereras snabbt.

Förändringar i rörelsekapital varierar mellan kvartalen, vilket i stor utsträckning är kopplat till bolagets organiska tillväxt och förvärvsdrivna expansion. Variationer i orderflöden, leveranstiming, geografisk expansion och integration av nya bolag påverkar nivåerna i lager, kundfordringar och leverantörsskulder mellan enskilda perioder. Även förändringar i affärsmix samt tidigare leveransstörningar har bidragit till variationer i kapitalbindningen. Detta mönster är vanligt förekommande i snabbväxande, förvärvsdrivna industrikoncerner.

Rörelsekapital och operativ effektivitet



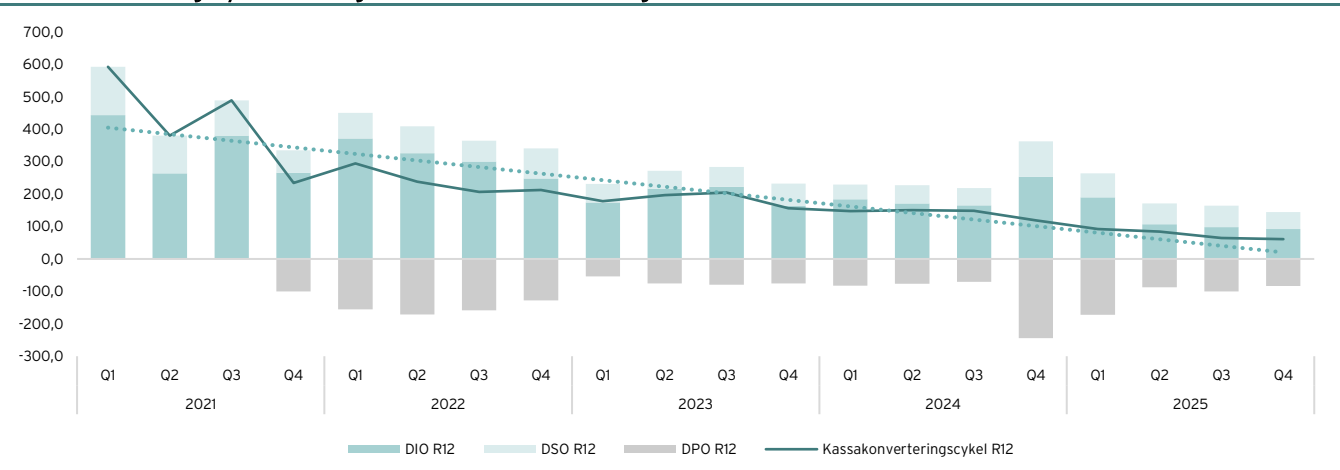
Förändringar i rörelsekapital



Sustainions kassakonverteringscykel har minskat ordentligt under de senaste åren, från mycket höga nivåer under 2021 till betydligt mer kapitaleffektiva nivåer under 2024 och 2025. Förbättringen drivs främst av en kraftig minskning i lagerdagar, vilket indikerar att lageromsättningshastigheten förbättrats i takt med att bolaget har växt. Bolagets leverantörsskulder har i större utsträckning bidragit till att finansiera rörelsekapitalet. Utvecklingen kan även spegla operativa förbättringar såsom bättre lagerstyrning, effektivare inköpsprocesser och starkare leverantörsvillkor. Under 2025 uppgår kassakonverteringscykeln till omkring 60-90 dagar (61 dagar under Q4'25), vilket visar på ett markant mer kapitaleffektivt bolag jämfört med tidigare år.

Kassakonverteringscykel är ett mått på hur lång tid kapital är bundet i verksamheten, där en kortare cykel generellt är att föredra. Tillverkande bolag har ofta en längre kassakonverteringscykel än exempelvis återförsäljare, då produktionstiden är längre och lagerhållningen från råmaterial till färdig produkt innebär fler bundna dagar i lager. Sustainion har uppvisat en mycket stark trend i att kontinuerligt korta ned kassakonverteringscykeln, vilket är positivt.

Kassakonverteringscykel: Hur lång tid tar det att omvandla lager till kassaflöde?

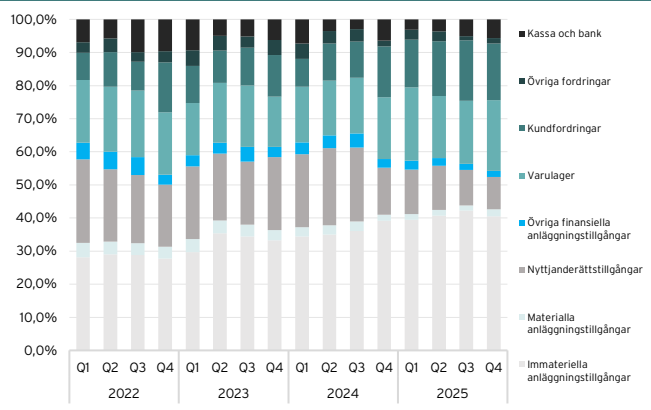


## Stark balansräkning stödjer förvävsstrategin

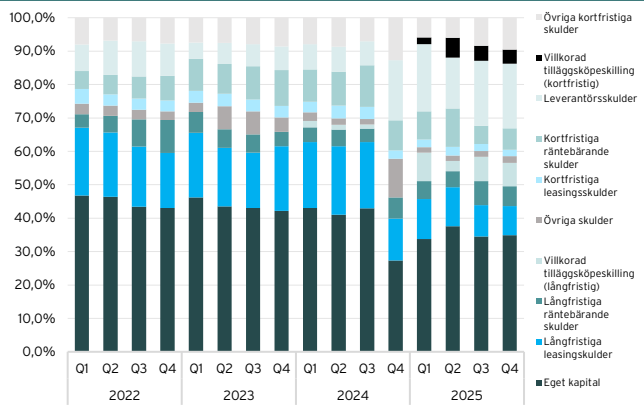
Givet Sustainions aktiva förvävsagenda inom industri, så utgörs tillgångssidan i stor utsträckning av goodwill kopplat till förvärvade verksamheter samt operativa tillgångar i dotterbolagen. Koncernen byggs upp med fokus på lönsamma bolag med egen kassagenerering, vilket bidrar till en stabil finansiell grund. Den löpande intjäningsförmågan i dotterbolagen innebär således att en del av expansionen kan finansieras genom internt genererat kapital. Balansräkning är dock fortsatt stark med en låg nettoskuldssättningsgrad om 0,6x EBITDA (1,3x inklusive IFRS 16). Inkluderat tilläggsköpeskilling uppgår nettoskuldssättningsgraden till 2,0x EBITDA (1,1x exkluderat IFRS 16). Detta innebär att ett utökat utrymme för skuld är möjligt, då skuldsättningsmålet understiger bolagets finansiella målsättning om en nettoskuld i relation till EBITDA om upp till 3,0x inklusive IFRS 16. Detta innebär att koncernen idag har en god finansiell flexibilitet.

Den relativt låga skuldsättningen, i kombination med koncernens kassaflödespositiva dotterbolag, innebär att Sustainion har kapacitet att finansiera ytterligare förvärv genom en kombination av bankfinansiering, eget kassaflöde och i vissa fall nyemitterade aktier. Balansräkningen skapar därmed utrymme för fortsatt förvärvsdriven expansion samtidigt som den finansiella risken förblir begränsad.

### Balansräkning, tillgångar



### Balansräkning, skulder och eget kapital



Sustainions balansräkning speglar bolagets förvävsstrategi, där immateriella tillgångar utgör cirka 41 % av tillgångssidan till följd av genomförda förvärv. Materiella tillgångar utgör cirka 2 %, vilket indikerar en relativt kapitallett struktur i flera av dotterbolagen. Soliditeten uppgår till cirka 35 %.

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 expandera koncernen.

<b>Immateriella tillgångar</b>	<b>Materiella tillgångar</b>	<b>Soliditet</b>
40,5 % (182,5 MSEK)	2,1 % (9,6 MSEK)	34,9 %
<b>Kassa</b>	<b>Räntebärande skulder</b>	<b>Nettoskuld</b>
5,7 % (25,6 MSEK)	55,6 MSEK	30,0 MSEK

### Finansiella mål

Sustainions styrelse har satt upp långsiktiga finansiella mål som ska spegla bolagets potential som industrikoncern i en hållbarhetsnisch. Målen ska fungera som ett ramverk för bolagets tillväxt, lönsamhet och finansiella disciplin i takt med att koncernen fortsätter expandera genom både organisk tillväxt och förvärv.

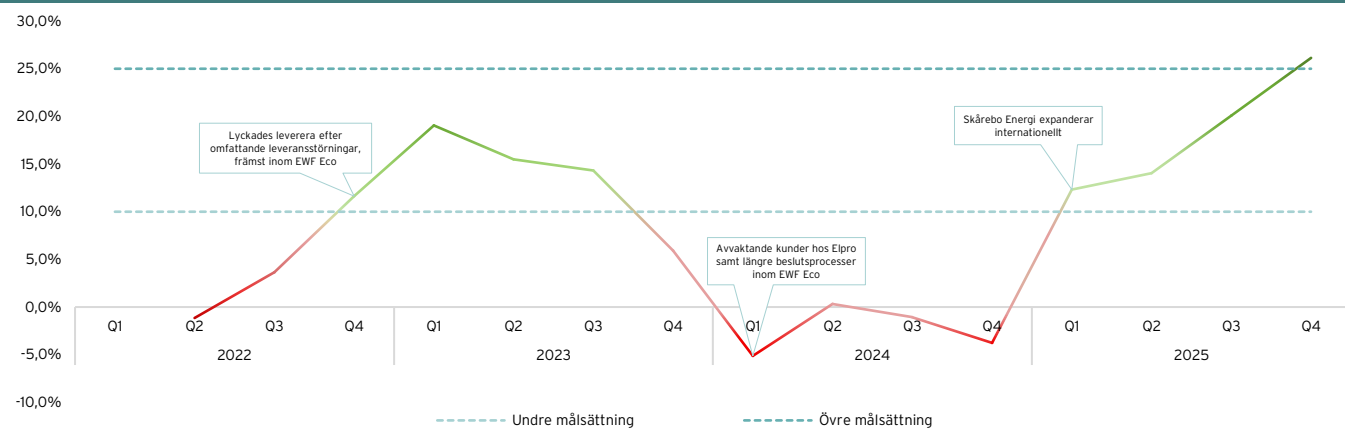
#### Långsiktiga finansiella mål

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

### Finansiella målsättningar vs utfall

Sustainions organiska tillväxt har varit volatil sedan 2022, främst på grund av leveransstörningar och senare normalisering i leveranskedjan. Under 2022 höll komponentbrist och förseningar tillbaka leveranser, särskilt inom EWF Eco och delvis Elpro, trots en stark underliggande efterfrågan. När leveranssituationen förbättrades mot slutet av året kunde upparbetade orders levereras. Den positiva utvecklingen fortsatte in i början av 2023 då flera dotterbolag rapporterade förbättrad leveransförmåga och stark efterfrågan i sina respektive marknader. Exporterande verksamheter, som EHC Teknik och EnviroClean, har historiskt gynnats av en svag svensk krona. Den svagare organiska utvecklingen drevs under 2024 av normaliserade leveranskedjor, en mer avvaktande marknad samt tuffare jämförelsetal. Under slutet av 2024 förvärvades Skårebo Energi som under 2025 påbörjade en geografisk expansion av plattformen, vilket varit en stark drivkraft för den organiska tillväxten under året.

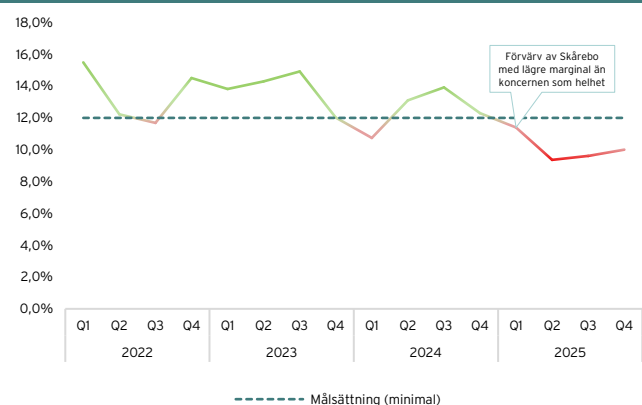
#### Organisk omsättningstillväxt mot målsättning (R12)



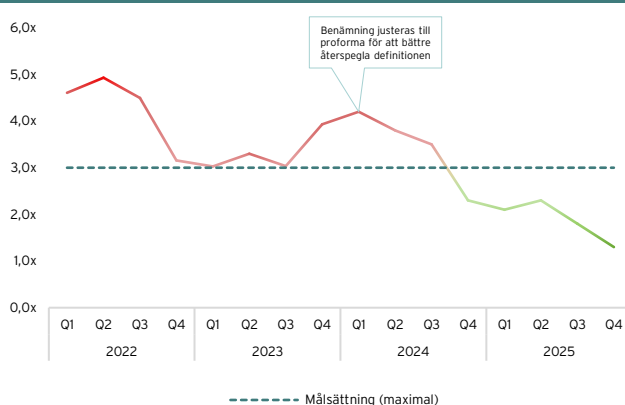
Bolagets lönsamhet har historiskt legat stabilt över den finansiella målsättningen, bortsett från en kort period under 2024 när bolaget upplevde en mer avvaktande marknad. Under 2025 inkorporerades Skårebo i koncernen, vilket under året har pressat marginalen. Den största anledningen till detta är på grund av att Skårebo, i egenskap av grossist, har en lägre marginal än övriga dotterbolag.

Trots en något lägre EBITDA-marginal har bolaget under 2025 kraftigt förbättrat sin skuldsättningsgrad. Detta beror främst på att förvärv under året i stor utsträckning finansierats genom nyemissioner, vilket begränsat ökningen i nettoskuld. Under året har EBITDA i absoluta tal ökat markant, vilket har sänkt nettoskuld/EBITDA till en betydligt lägre nivå. Detta innebär att Sustainion nu har ett väsentligt större finansiellt utrymme för ytterligare förvärv framöver. Per Q4'25 uppgick nettoskuld/EBITDA proforma R12 till 1,3x, vilket är under målsättningen på 3,0x.

#### EBITDA-marginal mot målsättning (R12)



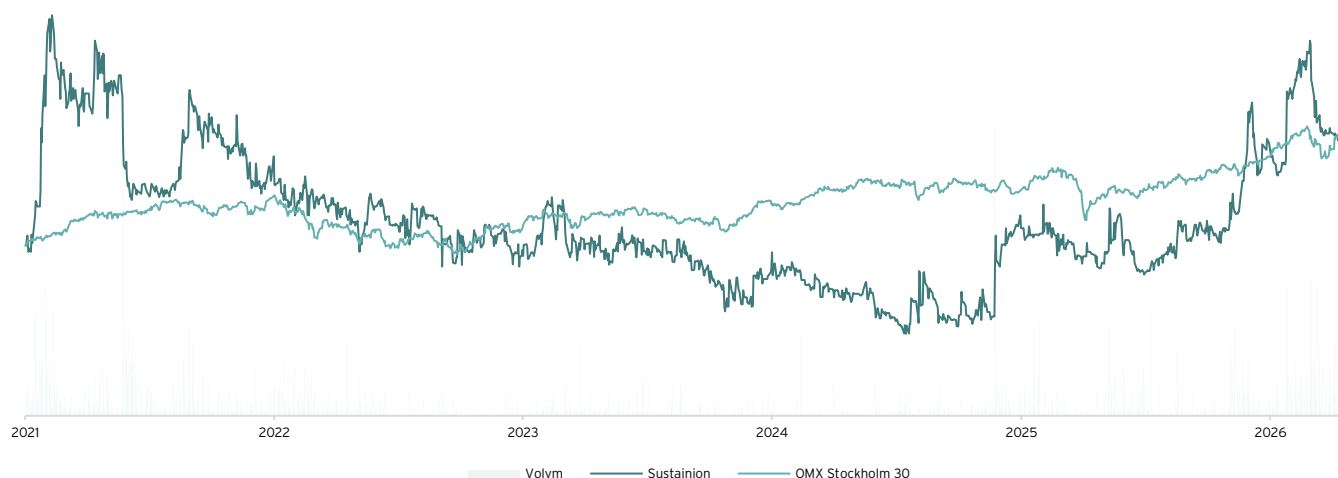
#### Nettoskuldsättningsgrad mot målsättning (R12)



## Aktiekursutveckling

Under 2021 stöptes det tidigare Vindico om till den nuvarande koncernen Sustainion Group, där bolagets nuvarande fyra största ägare gick ihop, tillsatte nuvarande vd för att bygga en industrikoncern med hållbarhetsinriktning. Sedan dess har bolagets aktie utvecklats svagt och underpresterat storbolagsindexet OMX Stockholm 30. I slutet av 2024 meddelade Sustainion förvärvet av Skårebo Energi, vilket fick aktien att stiga cirka 60 % under samma dag. Sedan dess har utvecklingen i såväl aktiekursen som bolagets operativa verksamhet utvecklats väl, med stark organisk tillväxt och flera nya förvärv.

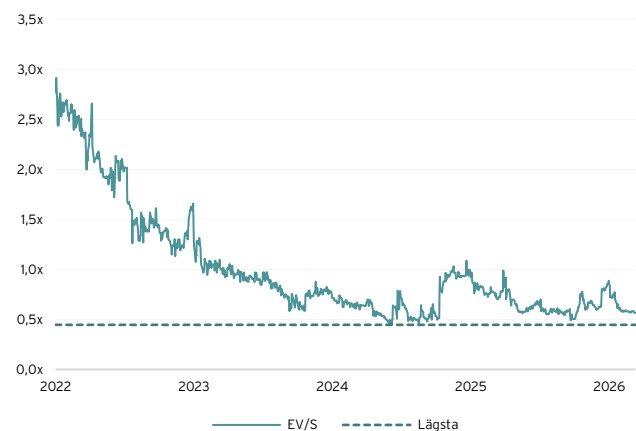
### Sustainion mot OMX Stockholm 30 (indexerat)



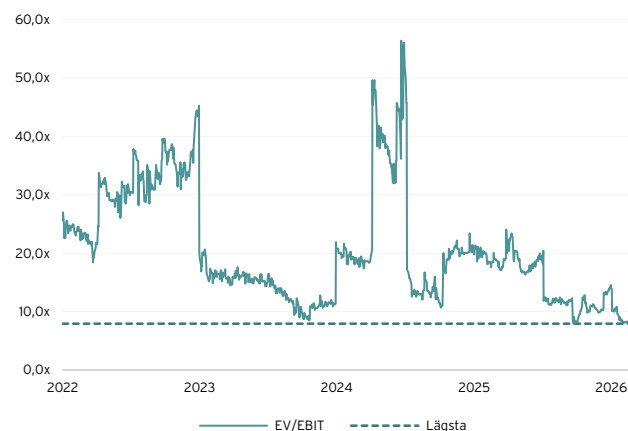
Trots en stark aktiekursutveckling under 2025 handlas Sustainion till rekordlåga värderingsmultiplar. Detta samtidigt som den operationella utvecklingen är starkare än någonsin, med hög tillväxt, förbättrad lönsamhet och fortsatt diversifiering i koncernen genom nya förvärv. Bolaget har under det senaste året genomfört flera intressanta förvärv och samtidigt stärkt sin finansiella ställning, med förbättrad skuldsättning och ökad kassagenerering. Den underliggande kvaliteten i verksamheten har därmed förbättrats, samtidigt som risken i affärsmodellen minskat.

Detta innebär att gapet mellan bolagets fundamentala utveckling och värdering har ökat. Givet bolagets bevisade förmåga att växa både organiskt och via förvärv, samt fortsatt potential i befintlig portfölj, framstår nuvarande multiplar som låga i ett historiskt och framåtblickande perspektiv.

### Historisk EV/S



### Historisk EV/EBIT



## Organisation

### Ledning



**Brodde Wetter, VD**

Brodde är entreprenör och har varit VD och koncernchef i flera företag. Han var senast medgrundare och VD för Add Health Media, där han var verksam i nio år. Dessförinnan grundade han sensorteknikbolaget Vasasensor AB inom Chalmers Entreprenörsskola och drev bolaget i åtta år. Brodde är både civilingenjör från Chalmers tekniska högskola och civilekonom från Handelshögskolan vid Göteborgs universitet.

**Innehav:** 3 980 937 aktier



**Bernice Wellsted, CFO**

Bernice är utbildad ekonom med lång erfarenhet av koncernredovisning i börsnoterade bolag. Hon kommer närmast från Gunnebo, där hon under de senaste åren arbetade som koncernredovisningschef. Tidigare har hon bland annat varit CFO för Opus Group samt haft flera olika ekonomibefattningar inom Volvo Cars, Plastal och SKF.

**Innehav:** 0 aktier

### Styrelse



**Henrik Pålsson, styrelseordförande (tf)**

Henrik är entreprenör med ett flertal ledande positioner inom västsvenskt näringsliv. Senast drev Henrik CM Hammar AB, ett världsledande bolag inom sjösäkerhet. Sedan försäljningen av CM Hammar arbetar Henrik i en egen investeringsverksamhet.

**Innehav:** 23 410 042 aktier



**Göran Nordlund, styrelseledamot**

Göran driver sedan 20 år tillbaka egen investeringsverksamhet via det egna bolaget, Fore C Investment. Han har investerat, och varit aktiv styrelseordförande, i ett flertal entreprenörsledda bolag som via organisk och förvärvsdriven tillväxt över tid blivit stora noterade bolag. Exempelvis Opus Group AB, Hexatronic Group AB, Cellink AB, Transtema Group AB, etc.

**Innehav:** 24 491 473 aktier



**Carl Schneider, styrelseledamot**

Civilingenjör i elektroteknik från Chalmers Tekniska Högskola. En av tre grundare till Viking Telecom AB 1988 där Carl arbetade som VD fram till 2003. Viking Telecom var noterat på NASDAQ OMX Stockholm. Carl har sedan 2003 arbetat som aktiv styrelseledamot och investerare i ett antal mindre bolag främst med fokus på bolag med tekniska produkter och lösningar. Har ett eget investment- och konsultbolag, Jovitech Invest AB.

**Innehav:** 27 617 634 aktier



**Ewa Linsäter, styrelseledamot**

Ewa är ekonom och har en MBA i ekonomi från Linköpings Universitet i botten. Hon startade sin karriär som revisor hos PWC för att därefter arbeta som CFO/VP Finance bland annat i Ernströmgruppen AB, säkerhetsbolaget Gunnebo och Elos Medtech. Idag arbetar Ewa som CFO för BICO Group.

**Innehav:** 45 000 aktier



**Anna Skarenhed, styrelseledamot**

Anna är maskiningenjör från Chalmers och har en lång erfarenhet inom Engineering Services, där hon har arbetat på bolag som Semcon, EDAG och Caggemini Engineering. Hon har en bred erfarenhet från en rad olika branscher och har arbetat mycket med verksamhetsutveckling både som säljchef och VD. Idag arbetar hon som COO på Caggemini Engineering Nordics.





**Innehav:** 0 aktier

## Ägarbild

<b>Utestående aktier</b>	<b>Aktiekurs</b>	<b>Börsvärde</b>
217 147 505	1,45	314,9
<b>Antal aktieägare</b>	<b>Insynsägande</b>	<b>Free float</b>
1 506	37,7 %	43,8 %

Bolaget har totalt 217 147 505 aktier efter den senaste kapitalanskaffningen, där de största ägarna är AB Krösamaja (Opus grundarduo Magnus Greko & Jörgen Hentschel), Jovitech Invest AB (Carl Schneider), Fore C Investments (Göran Nordlund) och P & P Utveckling AB (Henrik Pålsson).

På ägarlistan återfinns insynspersoner i styrelseledamot Carl Schneider (13,7 %), styrelseledamot Göran Nordlund (12,1 %), tillförordnad styrelseordförande Henrik Pålsson (11,6 %) samt vd Brodde Wetter (2,3 %).

Ägare	Antal aktier (m)	Kapital
1. AB Krösamaja	30,5	14,1%
2. Jovitech Invest AB 	27,6	12,7%
3. Göran Nordlund (Fore C Investments) 	24,5	11,3%
4. P & P Utveckling AB 	23,4	10,8%
5. Jmp Invest Rimbo AB	11,0	5,1%
6. Aurora Capital Invest AB	8,6	4,0%
7. Skårebo One AB	8,6	4,0%
8. Brodde Wetter 	4,0	2,3%
9. Pe Karlsborg Holding AB	5,0	2,3%
10. Avanza Pension	5,0	2,3%
11. KL Capital AB	4,5	2,1%
12. Swedbank Försäkring	4,1	1,9%
13. Nordnet Pensionsförsäkring	3,8	1,8%
14. Rogghold AB	3,0	1,4%
15. Magnus Greko	2,5	1,4%
16. Molcap Invest AB	1,9	0,9%
17. Morgan Lundin	1,9	0,9%
18. Tobias Lindström	1,6	0,7%
19. L.J. Wiersma Beheer B.V	1,3	0,6%
20. Meriti Capital	1,3	0,6%

## Utestående optionsprogram

Den 24 maj 2023 fattade bolagsstämman beslut om att införa ett teckningsoptionsprogram riktade till befintliga och inom överskådlig tid blivande ledande befattningshavare och nyckelpersoner inom koncernen med utgivande av 1 600 000 teckningsoptioner samt ett nytt långsiktigt incitamentsprogram till en enskild styrelseledamot med utgivande om 80 000 teckningsoptioner. Teckning av aktier enligt optionsprogrammet ska ske under tiden från och med den 1 juli 2026 till och med den 31 juli 2026 samt teckning av aktier enligt optionsprogrammet för styrelseledamot ska ske under tiden från och med den 1 juli 2027 till och med den 31 juli 2027. Till följd av att teckningsoptionerna överläts på marknadsmässiga villkor kommer inga kostnader för arbetsgivaravgifter att åläggas bolaget med anledning av teckningsoptionsprogrammen.

Bolagsstämman den 21 maj 2025 beslutade att införa ytterligare ett teckningsoptionsprogram riktat till befintliga ledande befattningshavare och nyckelpersoner inom koncernen samt ett separat långsiktigt incitamentsprogram till externa styrelseledamöter. Totalt emitterades 2 060 000 teckningsoptioner, varav 1 900 000 avser ledande befattningshavare och nyckelpersoner samt 160 000 avser styrelseledamöter. Teckning av aktier med stöd av optionerna för anställda kan ske under perioden 1 juli-31 juli 2028, medan motsvarande period för styrelseledamöterna är 1 juli-31 juli 2029. Teckningsoptionerna har överläts på marknadsmässiga villkor, vilket innebär att programmen inte medför några kostnader för arbetsgivaravgifter för bolaget. Optionsprogrammen medför, vid fullt utnyttjande, en potentiell utspädningseffekt om cirka 0,94 % baserat på nuvarande antal utestående aktier. Den potentiella utspädningen är därmed begränsad i relation till bolagets totala aktiekapital.

## Risker

### Integrations- och allokeringsrisk

Sustainions tillväxtstrategi bygger i hög grad på förvärv, vilket innebär en löpande integrations- och kapitalallokeringsrisk. Nya bolag ska integreras i koncernen samtidigt som de behåller sin operativa självständighet, vilket ställer krav på struktur och styrning. Felaktigt prissatta förvärv eller bristande integration kan leda till att förväntade synergier uteblir. I takt med en hög förvärvstakt ökar även kraven på ledningens förmåga att prioritera och allokera kapital effektivt.



Medel

### Återkommande emissioner kopplat till förvärv

Sustainions förvärvsdrivna tillväxt finansieras i flera fall genom nyemissioner, både vid genomförande av förvärv och vid resultatbaserade tilläggsköpeskillingar. Detta innebär en återkommande risk för utspädning för befintliga aktieägare. Även om förvärven kan bidra positivt till resultatet över tid, finns en risk att värdeskapandet per aktie begränsas om emissioner genomförs på nivåer som inte fullt ut speglar den långsiktiga potentialen i de förvärvade bolagen.



Hög

### Cyklisk exponering

Sustainion är exponerat mot flera industrisegment där efterfrågan påverkas av det allmänna konjunkturläget. Flera av dotterbolagen säljer till kunder inom bygg, installation och industri, vilket innebär att investeringar kan skjutas upp i svagare marknadsförhållanden. Historiskt har detta även påverkat ordergång och projektgenomförande i vissa bolag. Även om delar av verksamheten har strukturella tillväxt drivare är efterfrågan inte opåverkad av konjunkturen, vilket kan leda till variationer i tillväxt och lönsamhet mellan perioder.



Medel

### Nyckelpersonberoende

Sustainion är i stor utsträckning beroende av nyckelpersoner, både på koncernnivå och inom dotterbolagen. Flera av bolagen drivs av entreprenörer eller små ledningsteam med djup verksamhetskunskap och kundrelationer. Samtidigt är den centrala organisationen begränsad, vilket innebär att strategiska och finansiella beslut är koncentrerade till ett fåtal individer. Förlust av nyckelpersoner kan påverka både den operativa utvecklingen och genomförandet av förvärvsstrategin.



Låg

### Hög exponering mot Skårebo

Sustainion har en hög exponering mot Skårebo, som i dagsläget står för en betydande andel av koncernens intäkter. Detta innebär att koncernens organiska tillväxt i stor utsträckning påverkas av utvecklingen i ett enskilt bolag. Skårebo verkar dessutom inom grossistledet, vilket innebär en annan marginalprofil och delvis andra riskfaktorer än övriga dotterbolag. En svagare utveckling i Skårebo kan därmed få ett stort genomslag på koncernens tillväxt och lönsamhet.



Hög

### Leverantörs- och produktionsberoende

Flera av Sustainions dotterbolag har historiskt varit beroende av externa leverantörer och tillverkningskapacitet, vilket i perioder begränsat leveransförmågan trots god efterfrågan. Störningar i leveranskedjan, såsom komponentbrist eller kapacitetsbrist hos underleverantörer, kan leda till förskjutna leveranser och därmed påverka omsättning och kassaflöde. Även om förvärvet av KPP stärker den interna produktionskapaciteten kvarstår ett visst beroende av externa leverantörer, särskilt i takt med fortsatt expansion.



Låg

## Värdering

## Key stats

<b>Antal aktier</b>	217 147 505	<b>Börsvärde (MSEK)</b>	314,9
<b>Aktiekurs (SEK)</b>	1,45	<b>Nettoskuld* (MSEK)</b>	60,2
		<b>Enterprise value (MSEK)</b>	375,0

\*efter riktad nyemission om 22 MSEK, inklusive tilläggsköpeskillning, exklusive IFRS 16

## Rullande 12 månader

<b>Nettoomsättning</b>	537,8	<b>EV/S</b>	0,7
<b>EBIT</b>	38,4	<b>EV/EBIT</b>	9,8
<b>Vinst</b>	23,4	<b>P/E</b>	13,0
<b>FCF</b>	1,6	<b>EV/FCF</b>	238,0

Källa: Börsdata

## Historiskt snitt

	<b>EV/S</b>	<b>EV/EBIT</b>	<b>P/E</b>	<b>EV/FCF</b>
Snitt 3 år	1,1	27,3	46,6	106,5
Snitt 5 år	1,9	35,3	37,9	65,5

Källa: Börsdata

## Nyckeltal

<b>Bruttomarginal</b>	<b>EBITDA-marginal</b>	<b>EBIT-marginal</b>	<b>Vinstmarginal</b>
30,2%	10,0%	7,1%	4,3%
<b>OPCF-marginal</b>	<b>FCF-marginal</b>	<b>ROE</b>	<b>ROIC</b>
4,8%	0,3%	14,8%	9,8%

Källa: Börsdata

## 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	1y org. tillväxt	5y CAGR	Marginal	5y CAGR	Marginal	5y CAGR
Berner Industrier	1 819,2	1 919,3	1,9x	n/a	n/a	19,4x	n/a	n/a	1 000,2	0,6%	7,5%	13,7%	16,2%	9,9%	19,4%
Bufab	19 638,4	23 070,4	2,8x	2,7x	2,5x	23,7x	20,3x	18,5x	8 072,0	0,3%	11,2%	15,8%	15,0%	12,0%	16,5%
HAKI Safety B	553,0	1 030,1	0,9x	0,8x	0,8x	14,9x	10,5x	8,2x	1 179,0	-2,0%	14,9%	12,2%	53,3%	5,9%	32,3%
Idun Industrier	3 488,1	4 361,1	1,9x	1,7x	1,6x	23,1x	17,2x	16,0x	2 298,0	1,2%	27,6%	15,8%	29,8%	8,2%	34,9%
Karnell Group	3 202,0	3 659,7	2,2x	n/a	n/a	17,5x	n/a	n/a	1 687,6	4,6%	n/a	18,9%	n/a	12,3%	n/a
Momentum Group	6 077,9	6 648,9	2,1x	2,0x	1,8x	23,8x	21,5x	18,6x	3 097,0	n/a	n/a	14,3%	n/a	9,0%	n/a
Sdipotech	7 451,6	11 052,6	2,1x	2,2x	2,0x	23,6x	11,8x	11,0x	5 196,0	6,0%	20,0%	25,2%	26,5%	8,7%	7,9%
Seafire	325,6	512,6	0,6x	n/a	n/a	102,5x	n/a	n/a	929,0	3,0%	33,2%	6,7%	25,1%	0,5%	-19,3%
Teqnon	2 451,3	2 884,7	1,6x	n/a	n/a	22,9x	n/a	n/a	1 800,0	n/a	22,3%	15,1%	25,8%	7,0%	15,7%
Vestum	3 171,8	5 088,8	1,3x	1,3x	1,2x	55,9x	24,7x	19,6x	3 776,0	1,0%	181,1%	14,7%	119,7%	2,4%	55,6%
Volati	5 994,7	8 564,7	1,0x	0,9x	0,9x	14,3x	11,2x	10,0x	8 419,0	0,0%	4,7%	12,1%	4,6%	7,0%	6,2%
<b>Snitt</b>	<b>4 924,9</b>	<b>6 253,9</b>	<b>1,7x</b>	<b>1,7x</b>	<b>1,5x</b>	<b>31,1x</b>	<b>16,7x</b>	<b>14,6x</b>	<b>3 404,9</b>	<b>1,6%</b>	<b>35,8%</b>	<b>15,0%</b>	<b>35,1%</b>	<b>7,5%</b>	<b>18,8%</b>
<b>Median</b>	<b>3 202,0</b>	<b>4 361,1</b>	<b>1,9x</b>	<b>1,7x</b>	<b>1,6x</b>	<b>23,1x</b>	<b>17,2x</b>	<b>16,0x</b>	<b>2 298,0</b>	<b>1,0%</b>	<b>20,0%</b>	<b>14,7%</b>	<b>25,8%</b>	<b>8,2%</b>	<b>16,5%</b>
Sustainion	314,9	375,0	0,7x	0,6x	0,5x	9,8x	9,3x	7,2x	537,8	26,1%	104,7%	10,0%	161,2%	7,1%	95,5%

Källa: Factset, Kalqyl Research

För att sätta värderingsnivåerna i relation till bolagens förväntade resultatutveckling har vi sammanställt konsensusestimater för respektive peer, avseende nettoomsättningstillväxt och EBIT-tillväxt. Konsensus kan i vissa fall inkludera estimater där förvärv både inkluderas och exkluderas, vilket innebär att jämförelsen med Sustainion inte är helt jämförbar.

Vi har även analyserat avvikelserna mellan historiska konsensusestimater och faktiska utfall, i syfte att bedöma tillförlitligheten i prognoserna. En mindre avvikelse indikerar i teorin högre precision i estimaten, vilket i sin tur kan ge vägledning kring hur tillförlitliga framtida estimater är.

## Konsensusestimater förväntad tillväxt

Bolag	Nettoomsättningstillväxt			EBIT-tillväxt			Konsensusestimater vs utfall	
	R12	2026E	2027E	R12	2026E	2027E	Nettoomsättning	EBIT
Berner Industrier	3,9%	n/a	n/a	72,5%	n/a	n/a	n/a	n/a
Bufab	0,5%	7,6%	5,7%	8,8%	19,5%	9,4%	2,8%	1,4%
HAKI Safety B	12,3%	5,3%	5,0%	-1,4%	42,0%	28,6%	6,2%	24,0%
Idun Industrier	4,8%	13,4%	3,8%	2,8%	33,9%	7,9%	8,5%	15,8%
Karnell Group	20,3%	n/a	n/a	37,8%	n/a	n/a	n/a	n/a
Momentum Group	7,8%	8,0%	8,6%	2,2%	12,8%	15,2%	3,8%	17,0%
Sdipotech	0,6%	-1,9%	6,4%	-49,3%	108,7%	7,6%	2,2%	42,5%
Seafire	2,7%	n/a	n/a	104,8%	n/a	n/a	n/a	n/a
Teqnon	14,9%	n/a	n/a	-14,8%	n/a	n/a	n/a	n/a
Vestum	-11,1%	4,4%	5,3%	-44,5%	127,5%	26,1%	7,2%	21,1%
Volati	7,0%	8,0%	3,8%	9,5%	30,3%	11,3%	5,2%	8,5%
<b>Snitt</b>	<b>5,8%</b>	<b>6,4%</b>	<b>5,5%</b>	<b>11,7%</b>	<b>53,5%</b>	<b>15,2%</b>	<b>-1,7%</b>	<b>6,9%</b>
<b>Median</b>	<b>4,8%</b>	<b>7,6%</b>	<b>5,3%</b>	<b>2,8%</b>	<b>33,9%</b>	<b>11,3%</b>	<b>-3,3%</b>	<b>7,2%</b>
Sustainion	184,5%	16,8%	16,4%	393,8%	29,8%	16,6%	n/a	n/a

Källa: Factset, Börsdata

## Estimat för 2026E

Inför 2026 förväntar vi oss fortsatt tillväxt, drivet av en kombination av genomförda förvärv och organisk utveckling i koncernen. Den förvärvsdrivna tillväxten väntas i huvudsak komma från Karlsborgs Plåtproduktion och Diemma B.V. (Emficon), som bidrar med helårseffekt under perioden. Den organiska tillväxten bedöms kvarstå, men på en lägre nivå till följd av markant tuffare jämförelsetal redan från Q1'26.

För det första kvartalet förväntar vi oss en något svagare organisk utveckling, främst relaterad till vädereffekter. En kall vinter försvårar installationstakten för Skårebos kunder, samtidigt som jämförelsetalet Q1'25 gynnas av en ovanligt varm vinter. Vädereffekter bedöms dock inte påverka den underliggande efterfrågan, utan snarare leda till en förskjutning av installationer. Vi förväntar oss därför att orderstock byggs upp under Q1 och realiserar under Q2 och Q3, vilket bör stödja den organiska tillväxten framgent. Vidare ser vi en god potential i Skårebos produktbreddning mot batterilagringslösningar.

Under året inkluderas Karlsborgs Plåtproduktion successivt in i Sustainions böcker, ett bolag vars nya lokaler under året väntas färdigställas. Detta bedöms effektivisera bolagets interna arbetsflöden och öka produktionskapaciteten. KPP levererar idag till både Elpro och EHC Teknik, med potential att bredda samarbetet till ytterligare dotterbolag. Flera av koncernens bolag har tidigare påverkats av leveransproblem hos externa leverantörer, vilket hämmat den organiska utvecklingen. Genom förvärvet av KPP stärks kontrollen över leveranskedjan, vilket skapar förutsättningar för att möta efterfrågan i högre utsträckning. KPP levererade en bruttomarginal om hela 66,5% under 2025, vilket väntas bidra positivt till lönsamheten under året.

Inom EHC Teknik förväntar vi oss fortsatt organisk tillväxt, där efterfrågan stöds av den pågående upprustningen inom NATO. Vidare levererade EWF Eco under 2025 större volymer till Köpenhamns flygplats<sup>21</sup>, vilket har ökat intresset från ytterligare flygplatser och kan bidra till fortsatt organisk utveckling framöver.

Vi förväntar oss att lönsamheten, mätt som EBIT, stärks under året. I takt med att nya förvärv integreras och försäljningen av Skårebos egna varumärken ökar på nya marknader, finns god potential för marginalexpansion. Samtidigt bedömer vi att investeringar i den operativa verksamheten är sannolika, exempelvis i samband med tillträddandet av KPPs nya lokaler, vilket våra estimat tar höjd för.

## Estimat för 2026

(MSEK)	Q1E	Q2E	Q3E	Q4E	2026E
<b>Nettoomsättning</b>	<b>126,1</b>	<b>152,0</b>	<b>150,0</b>	<b>199,9</b>	<b>627,9</b>
% y-o-y	14,6%	20,9%	18,0%	14,2%	16,8%
varav organisk tillväxt	2,2%	7,5%	7,5%	2,6%	4,8%
varav förvärvad tillväxt	12,4%	13,4%	10,4%	11,6%	11,9%
Förändring av produkter i arbete	-1,7	-1,5	-0,1	2,2	-1,1
Övriga intäkter	1,3	1,0	1,1	2,7	6,1
<b>Totala intäkter</b>	<b>125,6</b>	<b>151,5</b>	<b>151,0</b>	<b>204,7</b>	<b>632,8</b>
<b>Bruttoresultat</b>	<b>41,7</b>	<b>46,7</b>	<b>45,8</b>	<b>62,7</b>	<b>197,0</b>
Bruttomarginal	33,1%	30,8%	30,6%	31,4%	31,4%
% y-o-y	19,7%	27,9%	33,8%	19,8%	24,7%
Övriga externa kostnader	-11,2	-13,4	-11,5	-15,7	-51,7
Personalkostnader	-23,6	-24,7	-16,8	-27,9	-93,0
<b>Rörelsekostnader</b>	<b>-34,8</b>	<b>-38,0</b>	<b>-28,3</b>	<b>-43,6</b>	<b>-144,7</b>
% y-o-y	41,8%	57,0%	29,4%	15,4%	33,5%
<b>EBITDA</b>	<b>6,5</b>	<b>8,2</b>	<b>18,6</b>	<b>23,9</b>	<b>57,2</b>
EBITDA-marginal	5,1%	5,4%	12,4%	12,0%	9,1%
% y-o-y	-26,6%	-29,7%	19,8%	34,6%	6,3%
Av- och nedskrivningar	-4,2	-4,2	-4,2	-4,2	-16,8
<b>EBIT</b>	<b>2,3</b>	<b>4,0</b>	<b>14,4</b>	<b>19,7</b>	<b>40,4</b>
EBIT-marginal	1,8%	2,6%	9,6%	9,9%	6,4%
% y-o-y	-54,6%	-48,8%	22,8%	42,6%	5,2%

## Estimat fram till 2027E

I våra estimat utgår vi från att Sustainion fortsätter växa genom geografisk expansion i befintliga dotterbolag, realiserade synergier inom koncernen samt selektiva förvärv. Den organiska tillväxten bedöms fortsatt vara stark i absoluta tal, men understiger bolagets finansiella målsättning till följd av svårare jämförelsetal.

Baserat på historiska förvärvsmultiplar, förväntade utbetalningar kopplade till tilläggsköpeskillningar samt bolagets kassagenerering bedömer vi det realistiskt att Sustainion kan addera cirka 100 MSEK i omsättning genom förvärv under de kommande 2,5 åren. Dessa antas ske i linje med bolagets strategi att förvärva verksamheter med högre marginal än koncernen i dagsläget. I ett sådant scenario bedömer vi att ytterligare emissioner inte krävs för att finansiera tillväxten, om än det är sannolikt att emissioner kan ske för att fortsatt motivera entreprenörerna. Om bolaget däremot väljer att begränsa skuldsättningsgraden eller genomföra större förvärv, ser vi större emissioner som ett sannolikt alternativ. Den estimerade förvärvsdrivna tillväxten bortom KPP och Diemma är relativt teoretisk, men relevant då en stor del av bolagets förväntade tillväxt väntas ske genom förvärv. De två estimerade förvärven utgår från att vara ett typiskt Sustainion-bolag, sett till storlek och marginalprofil. Ledningen har även uttryckt en ambition om att göra större förvärv framgent, då arbetsbelastningen i stort sett är likadan oavsett förvärvstorlek.

Sustainion redovisar i dagsläget inte EBITA, vilket annars är ett vanligt mått för förvärvsdrivna bolag. Givet att bolagets avskrivningar på förvärvsrelaterade tillgångar beskrivs som begränsade bedömer vi att EBIT i nuläget är ett relevant mått för att analysera lönsamheten. Baserat på de pågående förvärvsintegrationerna av lönsamma dotterbolag, samt ett ökat fokus på egna varumärken, ser vi potential för en marginalexpansion framgent. Däremot har vi tagit höjd för att koncernen kommer investera i verksamheten, vilket innebär att marginalexpansionen kortsiktigt kan förskjutas.

(MSEK)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
<b>Nettoomsättning</b>	<b>146,8</b>	<b>170,5</b>	<b>189,1</b>	<b>537,8</b>	<b>627,9</b>	<b>730,9</b>
% y-o-y	115,5%	16,1%	10,9%	184,5%	16,8%	16,4%
varav organisk tillväxt	11,6%	5,9%	-3,3%	26,3%	4,8%	4,4%
varav förvärvad tillväxt	103,8%	10,2%	14,2%	158,2%	11,9%	12,0%
Förändring av produkter i arbete	-3,5	-0,4	-1,0	-2,2	-1,1	-0,8
Övriga intäkter	2,2	6,2	8,2	6,5	6,1	9,2
<b>Totala intäkter</b>	<b>145,5</b>	<b>176,3</b>	<b>196,2</b>	<b>542,1</b>	<b>632,8</b>	<b>739,3</b>
EV/S	1,7	1,2	1,3	0,7	0,6	0,5
<b>Bruttoresultat</b>	<b>78,8</b>	<b>84,2</b>	<b>89,8</b>	<b>158,0</b>	<b>197,0</b>	<b>236,9</b>
Bruttomarginal	53,7%	49,4%	47,5%	29,4%	31,4%	32,4%
% y-o-y	129,7%	6,9%	6,7%	75,9%	24,7%	20,3%
Övriga externa kostnader	-17,3	-23,4	-23,0	-37,4	-51,7	-63,2
Personalkostnader	-38,9	-46,2	-50,7	-71,0	-93,0	-111,5
<b>Rörelsekostnader</b>	<b>-56,2</b>	<b>-69,5</b>	<b>-73,7</b>	<b>-108,4</b>	<b>-144,7</b>	<b>-174,7</b>
% y-o-y	83,5%	23,7%	6,1%	47,0%	33,5%	20,7%
<b>EBITDA</b>	<b>21,3</b>	<b>20,5</b>	<b>23,3</b>	<b>53,8</b>	<b>57,2</b>	<b>70,6</b>
EBITDA-marginal	14,5%	12,0%	12,3%	10,0%	9,1%	9,7%
% y-o-y	99,1%	-3,8%	13,5%	131,4%	6,3%	23,4%
EV/EBITDA	12,0	10,2	10,9	7,4	6,6	5,3
Av- och nedskrivningar	-11,9	-14,6	-15,5	-15,4	-16,8	-18,4
<b>EBIT</b>	<b>9,4</b>	<b>5,9</b>	<b>7,8</b>	<b>38,4</b>	<b>40,4</b>	<b>52,2</b>
EBIT-marginal	6,4%	3,4%	4,1%	7,1%	6,4%	7,1%
% y-o-y	43,2%	-37,4%	32,7%	393,8%	5,2%	29,2%
EV/EBIT	27,3	35,6	32,6	9,8	9,3	7,2

## Motiverat värde i vårt huvudscenario

Sustainion handlas i dagsläget till historiskt låga värderingsmultiplar, trots att den operativa utvecklingen är stark. Vi bedömer att detta inte speglar bolagets fundamentala utveckling och ser därmed potential för en uppvärdering. 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. Om bolaget fortsätter att leverera stabil organisk tillväxt och uppvisa värdeskapande förvärv ser vi goda förutsättningar för multipelexpansion.

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. Vi har även valt att visa värderingen när vi applicerat en säkerhetsmarginal om 30,0 % på våra estimat.

	Värdering			
	Multipel	EBIT 2027E	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)
<b>2027E</b>	12	52,2	626,7	2,9
<i>Säkerhetsmarginal (30%)</i>	12	36,6	438,7	2,0

Nedan följer potentiell avkastning på 2027E om Sustainion utvecklas likt våra estimat i huvudscenariot.

	Potentiell avkastning					
	Huvudscenario			Säkerhetsmarginal (30%)		
	Faktor	Procent	CAGR	Faktor	Procent	CAGR
<b>2027E</b>	2,0	99,0%	58,2%	1,4	39,3%	24,7%

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

EBITx	Huvudscenario 2027E			Säkerhetsmarginal (30%)		
	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %
4	208,9	1,0	-33,7%	146,2	0,7	-53,6%
5	261,1	1,2	-17,1%	182,8	0,8	-41,9%
6	313,4	1,4	-0,5%	219,4	1,0	-30,3%
7	365,6	1,7	16,1%	255,9	1,2	-18,7%
8	417,8	1,9	32,7%	292,5	1,3	-7,1%
9	470,0	2,2	49,3%	329,0	1,5	4,5%
10	522,3	2,4	65,9%	365,6	1,7	16,1%
11	574,5	2,6	82,5%	402,1	1,9	27,7%
<b>12</b>	<b>626,7</b>	<b>2,9</b>	<b>99,0%</b>	<b>438,7</b>	<b>2,0</b>	<b>39,3%</b>
13	678,9	3,1	115,6%	475,3	2,2	50,9%
14	731,2	3,4	132,2%	511,8	2,4	62,6%
15	783,4	3,6	148,8%	548,4	2,5	74,2%
16	835,6	3,8	165,4%	584,9	2,7	85,8%
17	887,9	4,1	182,0%	621,5	2,9	97,4%
18	940,1	4,3	198,6%	658,1	3,0	109,0%
19	992,3	4,6	215,2%	694,6	3,2	120,6%
20	1044,5	4,8	231,7%	731,2	3,4	132,2%

## Källförteckning

1. [https://mobilitysweden.se/statistik/Nyregistreringar\\_per\\_manad\\_1/nyregistreringar-2025/definitiva-nyregistreringar-2025](https://mobilitysweden.se/statistik/Nyregistreringar_per_manad_1/nyregistreringar-2025/definitiva-nyregistreringar-2025)
2. <https://skarebo.se/varumarken/>
3. <https://www.elbilspremie.se/>
4. <https://trends.google.com/trends>
5. <https://www.nyteknik.se/debatt/hemmaladdning-foer-alla-laegg-kostnaden-pa-fastighetsaegaren/4443273>
6. <https://mf.n.se/ob/a/zaptec/zaptec-asa-fourth-quarter-2025-financial-results-7ae04d10>
7. <https://www.merinfo.se/>
8. <https://ewfeco.com/ett-rekordar-och-starten-pa-nasta-kapitel/S>
9. <https://www.vattenfall.se/fokus/tips-rad/sa-fungerar-effektavgifter/>
10. <https://svensksole energi.se/solstatistik-2025/>
11. <https://www.boverket.se/sv/PBL-kunskapsbanken/regler-om-byggande/laddning-av-elfordon>
12. <https://ehctechnik.com/sv/>
13. <https://elpro.se/>
14. <https://emficon.com/>
15. <https://karlsborgsplatproduktion.se/>
16. <https://enviroclean.se/>
17. <https://www.leadinglight.se/>
18. <https://mf.n.se/cis/a/sustainion-group/sustainion-group-ehc-teknik-starker-sin-europeiska-narvaro-med-dotterbolag-i-italien-ef1842f5>
19. <https://mf.n.se/cis/a/sustainion-group/sustainion-group-forvarvar-diemma-b-v-6ee06c85>
20. <https://mf.n.se/cis/a/sustainion-group/sustainion-group-avser-att-genomfora-en-riktad-nyemission-av-aktier-9f5693ab>
21. <https://mf.n.se/cis/a/sustainion-group/ny-prestige kund-for-sustainion-groups-dotterbolag-ewf-eco-som-inleder-samarbete-med-nordens-storsta-flygplats-151f8a85>
22. <https://www.vibilagare.se/nyheter/tuffare-tag-dieselbilar-riskerar-korforbud-pa-besiktningen>

## 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 aktier i det analyserade bolaget

Analysen är en uppdragsanalys