TWINFLOWER CAPITAL

AKTIEANALYS · 3 NOVEMBER 2026

Calviks AB (CALVIK)

Från omsättningstillväxt till vinst per aktie

Sverige | Kompetensförsörjning | Nasdaq First North

Analytiker: **Oscar Paijkull**

REKOMMENDATION

LONG

Motiverat värde	**91 SEK**
Aktiekurs (29 okt)	**61,80 SEK**
Uppsida	**+47 %**

Sammanfattning

Calviks har sedan noteringen 2022 vuxit från ett rekryteringsbolag med drygt 40 MSEK i omsättning till en nordisk förvärvskoncern med en pro forma-omsättning om cirka 3,5 miljarder SEK. Hittills har tillväxten dock inte nått aktieägarna: vinsten per aktie föll 2025, och höga finansieringskostnader tog en stor del av rörelseresultatet. Vi bedömer att höstens refinansiering och de fem norska förvärven utgör en brytpunkt, och vi rekommenderar **Long** med ett motiverat värde om **91 SEK per aktie**, cirka 47 procent över dagens kurs om 61,80 SEK.

Förvärv till låga multiplar. Calviks köper mindre, entreprenörsledda bolag till runt 4–5 gånger rörelseresultatet, medan noterade bemanningsbolag handlas till drygt 9 gånger. De fem norska förvärven har sammantaget gjorts till knappt 5x. Skillnaden är kärnan i Calviks värdeskapande, förutsatt att de förvärvade bolagen behåller sin lönsamhet.

Bättre affärsmix lyfter marginalen. De norska förvärven har en sammanvägd rörelsemarginal om 7,4 procent, ungefär dubbelt så hög som koncernens 3,6 procent under första halvåret 2026. Vi räknar med att EBITA-marginalen stiger från 4,3 procent 2026 till 5,5 procent 2027.

Refinansieringen gör att vinsten når aktieägarna. Obligationsvolymen mer än fördubblas, men räntekostnaden ökar bara med cirka 8 MSEK per år medan pro forma-EBITDA fördubblas. Utan nya aktier stiger EPS i vårt basscenario från cirka 1 SEK 2025 till 12,65 SEK 2027 och 15,87 SEK 2028.

Rabatt mot jämförbara bolag. Aktien handlas till 6,5x EV/EBITA 2027E, mot en median om 9,4x för noterade bemanningsbolag. Efter en rabatt om 20 procent för storlek och likviditet ger relativvärderingen 93 SEK per aktie, och vår kassaflödesvärdering inklusive framtida förvärv ger 89 SEK.

De största riskerna är den höga skuldsättningen, att de förvärvade bolagen inte levererar säljarnas prognoser och en svagare norsk bemanningsmarknad. Eftersom skulden är stor i förhållande till aktievärdet får även måttliga avvikelser i rörelseresultatet stort genomslag på aktievärdet. Riskerna beskrivs närmare i slutet av analysen.

Värderingsscenarier		
Bear	**Bas**	**Bull**
≈36 SEK	**91 SEK**	≈155 SEK

Marknadsdata

Lista	First North
Ticker	CALVIK
Aktiekurs (29 okt), SEK	61,80
Antal aktier, milj.	5,45
Börsvärde, MSEK	337
Nettoskuld pro forma, MSEK	756
EV pro forma, MSEK	≈1 260
VD	Viktor Rönn
Nästa rapport	12 nov 2026

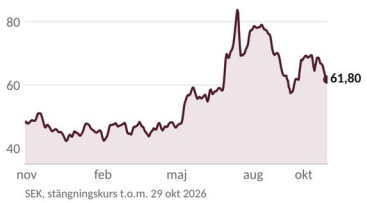
Nyckeltal, MSEK

	25A	26E	27E	28E
Omsättning	**1 341**	**2 357**	**3 943**	**4 471**
Tillväxt	*230 %*	*76 %*	*67 %*	*13 %*
EBITA	**44**	**102**	**216**	**252**
EBITA-marg.	*3,3 %*	*4,3 %*	*5,5 %*	*5,6 %*
EPS (just.), SEK	1,03	4,07	12,65	15,87
P/E (just.)	60,0x	15,2x	4,9x	3,9x
FCF-yield	–	–	12,5 %	17,9 %
ND/EBITDA	–	3,3x	2,9x	2,6x

Huvudägare

Viktor Rönn (VD)	≈20 %
Carl Renman (ordf.)	≈20 %
Svea Bank	≈15 %
Börje Johansson	≈11 %

Kursutveckling 12 månader



SEK, stängningskurs t.o.m. 29 okt 2026

	1 mån	3 mån	12 mån
Calviks	−8 %	−20 %	+29 %

Detta är en oberoende analys. Analytikerna äger aktier i Calviks. Mer information och ansvarsfriskrivning finns på sista sidan.

Bolagsbeskrivning

Calviks AB (publ) (”Calviks”) är en svensk förvärvsdriven koncern med fokus på kompetensförsörjning och närliggande specialisttjänster på den nordiska marknaden. Koncernens första bolag, Job Solution Sweden, startade 2015. Calviks grundare är nuvarande VD Viktor Rönn och styrelseordföranden Carl Renman. Sedan noteringen på Nasdaq First North Growth Market i maj 2022 har verksamheten utvecklats från ett renodlat rekryteringsbolag till en decentraliserad företagsgrupp med verksamheter inom bland annat bemanning, konsulttjänster, utbildning och redovisning. I juni 2025 bytte bolaget namn från Job Solution Sweden Holding till Calviks för att tydligare återspegla den bredare verksamheten och förvärvsstrategin. Vid utgången av andra kvartalet 2026 omfattade koncernen 46 dotterbolag i Sverige, Norge och Danmark.

Calviks kan klassificeras som en serieförvärvare, vilket innebär att bolaget systematiskt förvärvar och vidareutvecklar mindre, etablerade verksamheter inom utvalda marknadssegment. Tillväxtstrategin kombinerar företagsförvärv med organisk utveckling i befintliga dotterbolag. Under första halvåret 2026 uppgick nettoomsättningen till 995 MSEK, en ökning med 86 procent jämfört med motsvarande period föregående år. Den organiska tillväxten uppgick till 6,8 procent.

Affärsområden

Calviks presenterar verksamheten i fyra affärsområden: Recruitment & Interim, Consulting, Staffing & Education samt Finance, där Finance är det klart minsta. Gemensamt för verksamheterna är att de tillhandahåller specialistkompetens till privata företag och offentliga organisationer, men de skiljer sig åt i fråga om kundbehov, intäktsmodeller och lönsamhetsförutsättningar. Genom förvärvet av Subshore tillkommer ett femte affärsområde inom produktförsäljning och industriservice via dotterbolaget OneSource. Indelningen är bolagets egen presentation: Calviks redovisar inga finansiella siffror per affärsområde, och delårsrapporten för andra kvartalet 2026 nämner fortfarande endast tre områden. Fördelningen i grafen i slutet av avsnittet bygger därför på våra egna uppskattningar, och våra prognoser avser koncernen som helhet.

Recruitment & Interim omfattar rekrytering av chefer och specialister samt interimslösningar för kvalificerade befattningar. Intäkterna genereras huvudsakligen genom rekryteringsarvoden och tidsbegränsade konsultuppdrag. Bland dotterbolagen återfinns Job Solution, A-Talent Search och Chefspoolen.

Consulting erbjuder specialistkompetens inom bland annat IT, teknik, ekonomi och HR. Verksamheten bygger på löpande eller projektbaserade uppdrag, där lönsamheten främst påverkas av debiteringsgrad, prissättning och personalkostnader. Affärsområdet omfattar bland annat Quest Consulting, A-Talent Tech och konsultmäklaren ITC.

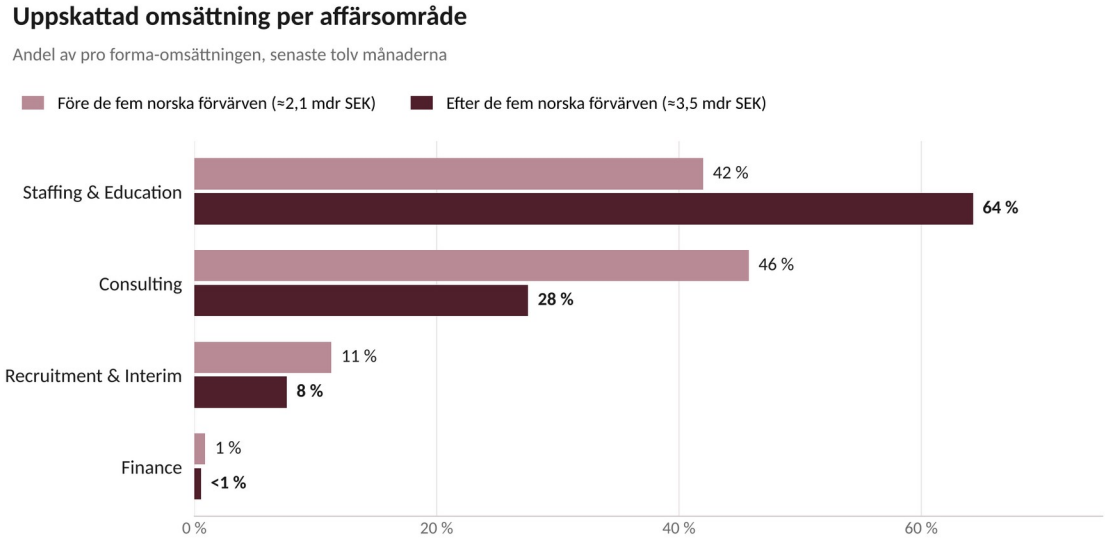
Staffing & Education omfattar bemanning, personaluthyrning och yrkesinriktad utbildning inom bland annat bygg, industri, tillverkning och infrastruktur. Verksamheten är i större utsträckning volymberoende, där beläggning och effektiv resursplanering utgör viktiga lönsamhetsfaktorer. Bland dotterbolagen återfinns A-Staffing och Montico.

Finance erbjuder redovisning, ekonomisk administration och finansiella konsulttjänster till företag av varierande storlek. Löpande redovisningsuppdrag kan bidra med återkommande intäkter och kompletterar de mer konjunkturkänsliga verksamheterna inom rekrytering och bemanning. Affärsområdet omfattar bland annat Avastar, BBS Accounting och SG Redovisning & Bokföring.

Genom affärsområdena får Calviks exponering mot flera kundgrupper och branscher. Enligt VD Viktor Rönn är en viktig del av strategin att minska konjunkturkänsligheten genom ökad exponering mot industri, infrastruktur och försvar, där efterfrågan delvis drivs av långsiktiga investeringar och offentliga projekt. Bolaget prioriterar även så kallade blue collar-yrken, exempelvis svetsare och CNC-operatörer, som ledningen bedömer vara mindre utsatta för AI-driven automatisering än många administrativa tjänster. Strategin kan bidra till en mer motståndskraftig verksamhet, även om långa underliggande projekt inte

nödvändigtvis innebär motsvarande kontraktslängder för Calviks, och koncernen är fortsatt exponerad mot konjunktursvängningar.

Vi har uppskattat fördelningen utifrån den omsättning som bolaget har kommunicerat för respektive dotterbolag. Före de fem norska förvärven var Consulting det största området, främst genom konsultmäklarna ITC och Pro4u. Förvärven består nästan helt av bemanningsbolag och flyttar tyngdpunkten till Staffing & Education, som efter förvärven står för ungefär två tredjedelar av omsättningen. Det ligger nära ledningens uppgift att cirka 2 miljarder SEK av omsättningen kommer från verksamheter som utbildar och förmedlar yrkesarbetare. Skiftet bort från konsultmäklingen förklarar också en stor del av det marginallyft som vi beskriver längre fram.



Källa: Calviks pressmeddelanden och Twinflower Capitals estimat. Calviks redovisar inga siffror per affärsområde; fördelningen bygger på dotterbolagens omsättning. Subshore ingår i Staffing & Education.

Ledning och ägare

Calviks leds av grundarna Viktor Rönn, VD, och Carl Renman, styrelseordförande. Rönn grundade Job Solution 2015, i början av 20-årsåldern, efter att ha arbetat som säljare på ett rekryteringsföretag. Renman kom in i bolaget en tid senare och har bland annat varit VD för dotterbolagen Job Solution Sweden och Oplana innan han blev ordförande för koncernen.

Grundarna äger cirka 20 procent av aktierna vardera. Bland övriga storägare finns Svea Bank med cirka 15 procent och bemanningsveteranen Börje Johansson, som sitter i styrelsen, med cirka 11 procent. Johansson köpte i maj 2026 aktier för cirka 3 MSEK till 51–54 SEK per aktie, alltså under dagens kurs. Ledningens och styrelsens ekonomiska intressen ligger därmed nära övriga aktieägares, även om det koncentrerade ägandet också begränsar likviditeten i aktien.

Sedan noteringen 2022 har ledningen byggt upp en koncern med omkring 50 dotterbolag och vuxit från en omsättning om cirka 26 MSEK 2021 till cirka 3,5 miljarder SEK pro forma, med installationskoncernen Instalco som uttalad förebild. Ledningen har varit beredd att ta stora steg: bolaget valde tidigt att låna till hög ränta för att kunna förvärva, och har under hösten genomfört fem norska förvärv och en refinansiering på kort tid. Antalet aktier har ökat från 3,0 till 5,45 miljoner sedan 2021, men ledningen har tydligt sagt att den inte vill använda aktien som betalning framöver, och de norska säljarna kompenseras i stället med andelar i den norska plattformen Norvika (se avsnittet om Norge). Hittills har den snabba tillväxten dock inte gett högre vinst per aktie, och det är först de kommande åren som det går att bedöma om ledningens kapitalallokering skapar värde för aktieägarna.

Marknad och geografisk expansion

Calviks har historiskt haft sin huvudsakliga verksamhet i Sverige, men har under 2026 kraftigt utökat sin norska närvaro. Efter höstens förvärv står Norge för drygt hälften av koncernens pro forma-omsättning. Kompetensförsörjningsbranschen är generellt konjunkturkänslig, eftersom efterfrågan på bemanning, rekrytering och konsulttjänster påverkas av företagens investeringsvilja och personalbehov.

Svensk marknad visar tecken på återhämtning

Den svenska kompetensförsörjningsmarknaden visar tecken på återhämtning. Konjunkturinstitutet prognostiserade i september 2026 en BNP-tillväxt om 3,0 procent för 2026 och 2,4 procent för 2027, samtidigt som arbetslösheten väntas sjunka från 8,7 till 8,2 procent. Det talar för förbättrade efterfrågeförutsättningar inom sektorn.

Vi bedömer att en förbättrad arbetsmarknad kan gynna Calviks genom ökad efterfrågan på koncernens tjänster och därmed bidra till den organiska tillväxten. Den uttalade inriktningen mot mindre konjunkturkänsliga verksamheter kan samtidigt begränsa nedgången i en svagare konjunktur, utan att hindra att Calviks gynnas av en bredare återhämtning.

Norge erbjuder fortsatt förvärvspotential

Den norska marknaden har utvecklats svagare än den svenska. Enligt NHO Service og Handel omsatte branschföreningens medlemmar inom bemanning och rekrytering 21,0 miljarder NOK under 2025, oförändrat jämfört med 2024, medan antalet fakturerade timmar minskade med 4,6 procent justerat för nya aktörer. Under andra kvartalet 2026 minskade omsättningen med 2 procent och antalet sålda timmar med 7,1 procent jämfört med motsvarande kvartal föregående år. Utvecklingen har påverkats av både svag konjunktur och de skärpta reglerna för inhyrning av personal som infördes 2023.

Trots en svagare underliggande marknad bedömer Calviks ledning att Norge erbjuder attraktiva förvärvsmöjligheter. Fler än 1 000 företag levererade bemanningstjänster i Norge under 2024, och de tio största stod för cirka 55 procent av omsättningen bland NHO Service og Handels rapporterande medlemmar. Marknaden är alltså fragmenterad utanför de största aktörerna.

För att ta vara på möjligheterna etablerade Calviks under andra kvartalet 2026 den norska investeringsplattformen Norvika, dit de norska verksamheterna förs över under hösten 2026. De sju befintliga norska bolagen omsatte 417 MNOK med ett rörelseresultat om 38 MNOK under 2025. I september 2026 tecknade Calviks dessutom bindande avtal om fem norska förvärv: Subshore, Drift Sør, Safe Bemanning, Atrium People och NøkkelPersonell. Med dem väntas Norvikas pro forma-omsättning uppgå till cirka 1,9 miljarder NOK, samtidigt som exponeringen breddas mot bland annat offshore, industri och förnybar energi. Förvärven, som är centrala för vår analys, sammanfattas i tabellen nedan.

De fem norska förvärven

Bolag	Inriktning	Ägd andel	Omsättning, MNOK	Rörelseresultat, MNOK	Marginal
Subshore	Offshore och processindustri	70 %	910	55,0	6,0 %
Drift Sør	Energi, olja och gas samt industri	70 %	270	21,0	7,8 %
Safe Bemanning	Bygg, industri och logistik	70 %	150	12,0	8,0 %
Atrium People	Rekrytering och bemanning	80 %	90	13,5	15,0 %
NøkkelPersonell	Infrastruktur	70 %	39	6,4	16,5 %
Totalt			**1 459**	**107,9**	**7,4 %**

Källa: Calviks pressmeddelanden. Subshore, Drift Sør och Safe Bemanning avser bolagens förväntade utfall för 2026, Atrium People och NøkkelPersonell utfall för 2025. Rörelseresultat avser EBIT.

Den geografiska expansionen kan på sikt fortsätta utanför Sverige och Norge. Finland har identifierats som nästa prioriterade marknad, där Calviks ser möjligheter att konsolidera mindre entreprenörsledda

verksamheter. I december 2025 anlitade Calviks en ansvarig för marknadsetableringen i Finland och ingick en avsiktsförklaring om förvärv av Nordic Job Centre Oy. Den processen avslutades i februari 2026, men Finland kvarstår enligt bolaget som prioriterad marknad. Ledningen har även nämnt Tyskland som en potentiell expansionsmarknad på längre sikt, efter att en starkare nordisk position etablerats.

Sammantaget ser vi två huvudsakliga tillväxtmöjligheter: en konjunkturdriven återhämtning som kan stärka den organiska tillväxten i Sverige och en fortsatt förvärvsdriven expansion i Norge. Den senare är samtidigt beroende av Calviks förmåga att identifiera attraktiva förvärvsobjekt, bibehålla deras lönsamhet och finansiera tillväxten på hållbara villkor.

Förvärvsstrategi och värdeskapande

En decentraliserad förvärvsmodell

Calviks tillämpar en decentraliserad förvärvsmodell där dotterbolagen i stor utsträckning behåller sina varumärken, ledningsgrupper och operativa självständighet. Koncernledningen ansvarar främst för kapitalallokering och övergripande strategisk styrning, medan den dagliga verksamheten drivs lokalt. Modellen syftar till att bevara entreprenörskapet och kundrelationerna, samtidigt som verksamheterna får tillgång till en större koncerns finansiella resurser.

För att behålla entreprenörernas incitament används bland annat kvarvarande minoritetsägande och resultatbaserade tilläggsköpeskillingar. Ett exempel är Subshore, koncernens hittills största förvärv, som avtalades i september 2026 och godkändes av den norska konkurrensmyndigheten i oktober. Calviks förvärvar 70 procent av aktierna, medan tidigare ägare behåller resterande 30 procent och fortsätter leda verksamheten. Därutöver kan två resultatbaserade tilläggsköpeskillingar tillkomma. Modellen kan begränsa integrationskostnaderna och behålla nyckelpersoner, men ställer samtidigt höga krav på finansiell kontroll och uppföljning av ett växande antal självständiga verksamheter.

Under 2026 har Calviks vidareutvecklat modellen genom Norvika. Genom planerade andelsbyten ska Calviks och de lokala minoritetsägarna samlas på plattformsnivå, så att säljarna blir delägare i hela den norska plattformen i stället för enbart i sitt eget bolag. Strukturen gör det möjligt att fortsätta förvärva utan att använda Calviks egna aktier som betalning, men innebär också att minoritetsägarnas andel av resultatet kan öka (se Risker).

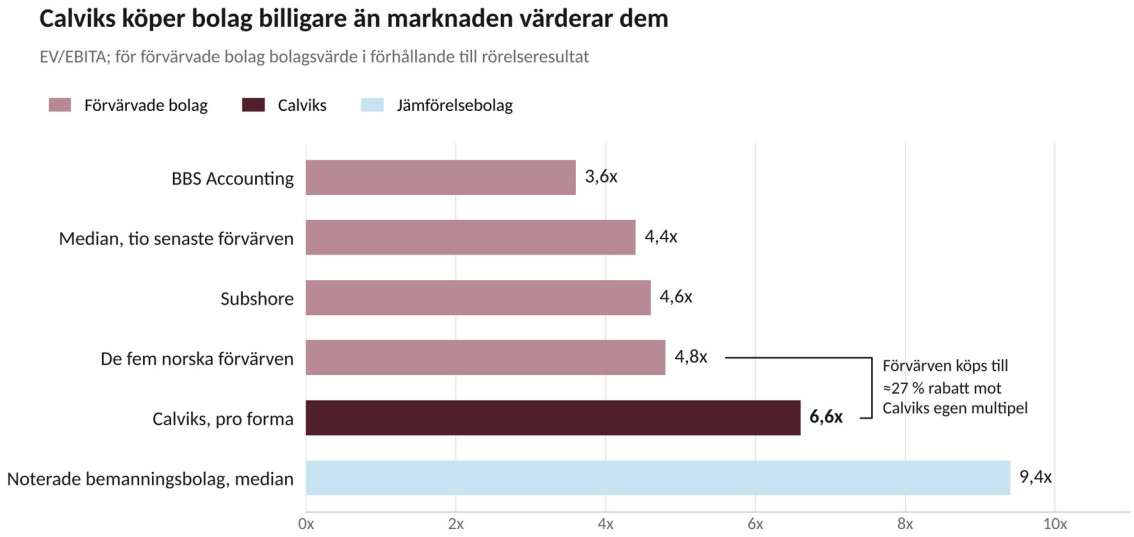
Förvärv till attraktiva resultatmultiplar

En central del av Calviks potentiella värdeskapande är möjligheten att förvärva mindre specialistbolag till lägre resultatmultiplar än koncernens egen värdering, så kallat *multipelarbitrage*. Vi mäter resultatet med EBITA. Calviks redovisar rörelseresultat (EBIT), men eftersom koncernen i princip saknar avskrivningar på förvärvade immateriella tillgångar ligger EBIT i nivå med EBITA, och de förvärvade bolagens rörelseresultat kan därför jämföras direkt med koncernens EBITA.

Baserat på en aktiekurs om 61,80 SEK den 29 oktober 2026 uppskattar vi Calviks pro forma-rörelsevärde (EV), inklusive refinansieringen och de fem norska förvärven, till cirka 1 260 MSEK (se bryggan i avsnittet om refinansiering). Pro forma-EBITA för tolvmånadersperioden september 2025–augusti 2026, inklusive helårseffekten av förvärven, uppskattar vi till cirka 190 MSEK. Beräkningen utgår från Calviks egen pro forma-EBITDA om 112 MSEK minus avskrivningar om cirka 28 MSEK, plus förvärvens rörelseresultat om 108 MNOK omräknat till bolagets egen kurs om cirka 0,98 SEK per NOK. Det motsvarar **6,6x EV/EBITA**. Före förvärven värderades Calviks till knappt 9x EV/EBITA för de senaste tolv månaderna enligt S&P Capital IQ.

Bolagets senaste förvärv illustrerar möjligheten till multipelarbitrage. I februari 2026 förvärvades BBS Accounting, med ekonomiskt tillträde 1 januari, till en initial köpeskilling om 4,7 MSEK. Det motsvarar cirka 3,6x bolagets prognostiserade rörelseresultat för 2026 om 1,3 MSEK. Förvärvet av Subshore baseras på ett bolagsvärde om 255 MNOK och ett förväntat rörelseresultat om 55 MNOK för 2026, motsvarande cirka 4,6x.

Jämfört med Calviks uppskattade pro forma-multipel om 6,6x innebär detta en värderingsrabatt på cirka 45 respektive 30 procent. Sammantaget motsvarar de fem norska förvärven ett bolagsvärde om cirka 520 MNOK för hela bolagen mot ett sammanlagt rörelseresultat om 108 MNOK, eller knappt 5x. Det är en rabatt på cirka 27 procent.

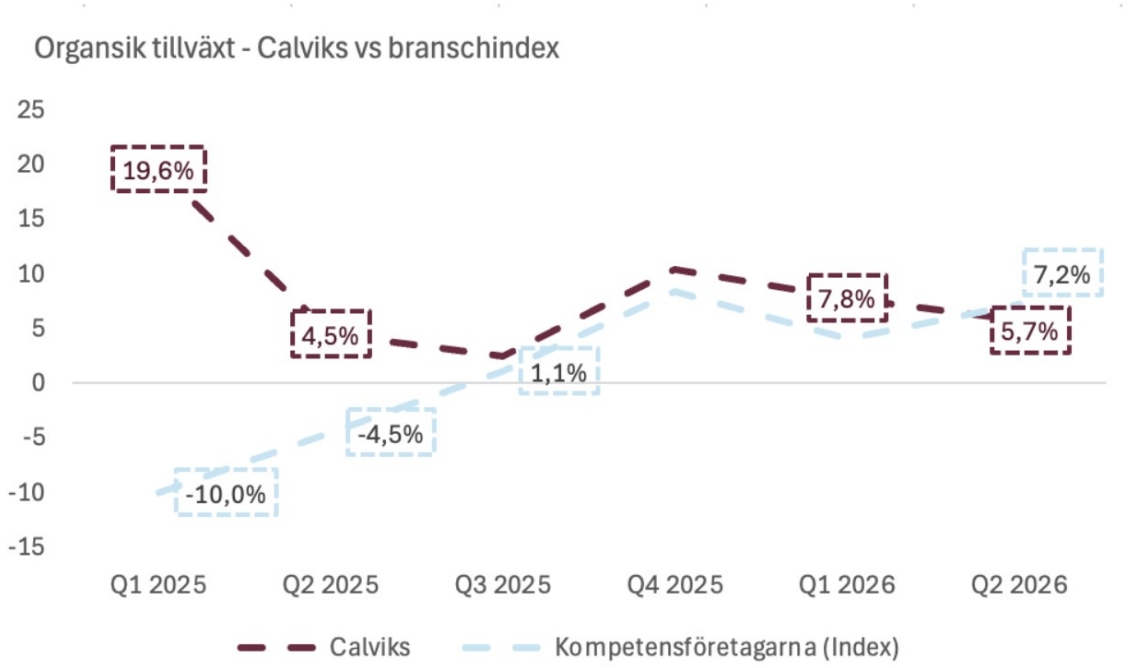


Källa: Calviks pressmeddelanden, S&P Capital IQ och Twinflower Capitals estimat. Förvärven avser bolagsvärde i förhållande till säljarens förväntade eller senaste rörelseresultat, exklusive tilläggsköpeskillingar. Calviks avser pro forma EV/EBITA för de senaste tolv månaderna, jämförelsebolagen EV/EBITA 2027E.

Värderingsskillnaden skapar förutsättningar för värdeskapande, men är inte i sig ett bevis på att förvärven är attraktiva. Mindre privata bolag handlas ofta till lägre multiplar på grund av högre kundkoncentration, begränsad likviditet och nyckelpersonsberoende. Tilläggsköpeskillingar kan dessutom höja den faktiska förvärvsmultipeln. För BBS Accounting skulle exempelvis maximal tilläggsköpeskilling om 1 MSEK höja multipeln från 3,6x till cirka 4,4x vid oförändrat resultat. Den långsiktiga avkastningen beror därför på Calviks förmåga att bibehålla och vidareutveckla den förvärvade intjäningen, samtidigt som finansieringskostnader och minoritetsintressen beaktas.

Organisk tillväxt stärker förvärvsmodellen

Utöver förvärven har Calviks vuxit organiskt i samtliga kvartal sedan början av 2025. Takten har varierat kraftigt mellan kvartalen, men under första halvåret 2026 uppgick den organiska tillväxten till 6,8 procent, något över vårt antagande om 6 procent per år men under bolagets mål om minst 8 procent.



Källa: Calviks delårsrapporter och Kompetensföretagen. Branschens siffror för 2025 avser omsättningsförändring för de 35 största medlemskoncernerna, från 2026 organisk tillväxt för jämförbara bolag.

Grafen visar två faser. Under 2025 växte Calviks klart snabbare än branschen, som krympte under första halvåret och vände upp först under andra halvåret. Under 2026 har skillnaden i stort sett försvunnit, och under andra kvartalet växte branschen snabbare än Calviks. Den relativa överprestationen är alltså inte konstant.

Jämförelsen bör ses som ett riktmärke snarare än ett exakt index. Branschsiffrorna för 2025 avser total omsättning och påverkas av förvärv, bland annat Calviks egna förvärv av Montico, ITC och Pro4u; enligt Kompetensföretagen var den organiska tillväxten i fjärde kvartalet 2025 snarare cirka 4 procent. Statistiken avser dessutom främst den svenska marknaden, medan Calviks har verksamhet i flera nordiska länder och själv ingår i urvalet.

För en serieförvärvare är organisk tillväxt särskilt viktig eftersom långsiktigt värdeskapande förutsätter att de förvärvade bolagen fortsätter att utvecklas även efter förvärvstillfället. Calviks historiska utveckling ger stöd för att modellen kan generera tillväxt utöver nya förvärv. Avgörande för aktieägarna är dock att omsättningstillväxten också leder till uthållig EBITA-tillväxt, bibehållna marginaler och ett växande fritt kassaflöde per aktie.

Lönsamhet och finansiering

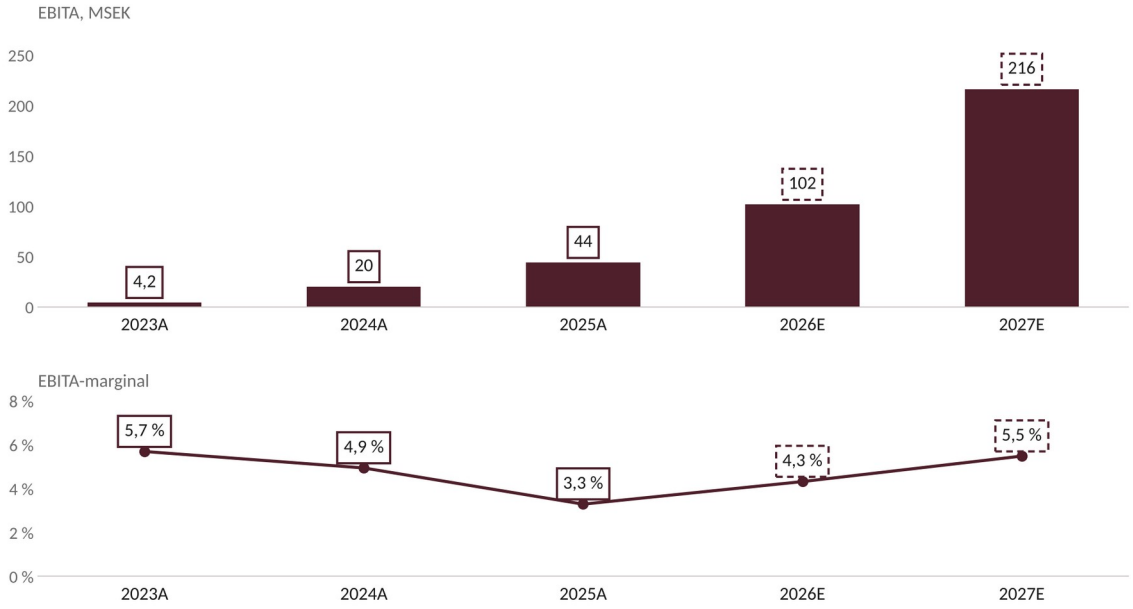
Förbättrad affärsmix driver marginalexpansion

Calviks rörelsemarginal om 3,6 procent under första halvåret 2026 ger vid första anblick intrycket av en verksamhet med begränsad lönsamhet. En viktig förklaring till den låga marginalen är konsultmäklaren ITC, som genererar betydande omsättning men ett begränsat rörelseresultat. Under det senaste offentliggjorda räkenskapsåret, som omfattade 16 månader fram till december 2025, omsatte ITC cirka 1 016 MSEK, motsvarande cirka 760 MSEK i årstakt, med en EBITA om 5,6 MSEK. Det motsvarar en marginal på endast 0,55 procent. Den låga marginalen speglar affärsmodellen, där bolaget förmedlar externa konsulter med relativt små påslag på de vidarefakturerade konsultkostnaderna.

Genom fortsatta förvärv av verksamheter med högre marginaler kan ITC:s relativa andel av koncernomsättningen successivt minska, vilket skapar förutsättningar för marginalexpansion. De fem norska förvärven har sammantaget en omsättning om cirka 1 459 MNOK och ett rörelseresultat om cirka 108 MNOK, motsvarande en sammanvägd marginal på 7,4 procent baserat på kommunicerade historiska resultat och prognoser. Enligt bolaget tillför förvärven cirka 1,4 miljarder SEK i årlig omsättning och 119 MSEK i EBITDA. Samtliga fem bolag har högre marginal än koncernen, från 6,0 procent för Subshore till cirka 16,5 procent för NøkkelPersonell (se tabellen i avsnittet om Norge).

EBITA-marginalen sjönk från 5,7 procent 2023 till 3,3 procent 2025, när koncernen växte med lågmarginalverksamheter som ITC. Med de fem förvärven inräknade motsvarar vår pro forma-EBITA för de senaste tolv månaderna redan en marginal om cirka 5,4 procent, och i vår prognos når marginalen 5,5 procent 2027.

EBITA och EBITA-marginal (2023A–2027E)



Källa: S&P Capital IQ & Twinflower Capitals estimat. 2023A–2025A avser rapporterat rörelseresultat (EBIT ≈ EBITA). Heldragen ram = utfall, streckad = prognos.

Refinansiering skapar förutsättningar för högre kassaflöde

Calviks har refinansierat sina tidigare obligationer om 295 MSEK, som hade en effektiv årsränta på 19,5 procent, genom en ny obligationsemission om 650 MSEK inom ett ramverk om 1,2 miljarder SEK. Emissionen genomfördes den 9 oktober 2026 med likviddag omkring den 23 oktober, och de gamla obligationer som inte lämnades in i återköpserbjudandet löses in i förtid den 4 november. De nya obligationerna har en löptid om tre år och löper med en rörlig ränta om tremånaders STIBOR plus 8,0 procentenheter. Trots att obligationsvolymen mer än fördubblas väntas den årliga räntekostnaden enligt bolaget endast öka med cirka 8 MSEK utifrån dagens räntenivå. Eftersom räntan är rörlig ökar varje procentenhet högre STIBOR räntekostnaden med cirka 6,5 MSEK per år.

De gamla obligationerna var förenade med en kontraktuell premie om 20 procent vid refinansiering. Vid förtida inlösen betalas dessutom de räntor som återstod fram till den ursprungliga förfallodagen i april 2027, vilket ger ett inlösenpris om cirka 124,3 procent av nominellt belopp. Premien har löpande periodiserats som finansiell kostnad men betalas först vid inlösen, vilket innebär ett kassautflöde i samband med refinansieringen. De återstående räntorna och den del av premien som ännu inte har periodiserats belastar finansnettot 2026 med uppskattningsvis 22 MSEK.

Refinansieringen och förvärven förändrar tillsammans koncernens balansräkning. Vi uppskattar nettoskulden och rörelsevärdet pro forma enligt följande brygga, som vi använder genomgående i analysen:

Post	MSEK
Bruttoskuld inkl. förvärvsskulder, 31 augusti 2026	414
− Gamla obligationer, nominellt belopp	−295
+ Nya obligationer	650
+ Uppskjutna köpeskillingar, fem förvärv	83
− Likvida medel efter refinansiering och förvärv	−96
Nettoskuld pro forma	**756**
+ Börsvärde (5 449 503 aktier × 61,80 SEK)	337
+ Minoritetsintressen (uppskattat)	165
Rörelsevärde (EV) pro forma	**≈ 1 260**

Bruttoskulden är bolagets uppgift per den 31 augusti 2026. Likvida medel om 117 MSEK per den 30 juni ökar med emissionslikviden om 650 MSEK och minskar med cirka 367 MSEK för återköp och inlösen av de gamla obligationerna, cirka 15 MSEK i antagna emissionskostnader och cirka 289 MSEK i kontant köpeskilling vid tillträdet av de fem förvärven. Minoritetsintressena motsvarar säljarnas kvarvarande andelar av förvärvens bolagsvärden, det vill säga de priser som förvärven gjordes till, samt befintliga minoriteter. Belopp i NOK har för enkelhetens skull räknats om till 1 SEK per NOK; med bolagets kurs om 0,98 blir rörelsevärdet cirka 10 MSEK lägre, vilket inte påverkar multipeln nämnvärt. Eventuella tilläggsköpeskillingar ingår inte, vilket gör att rörelsevärdet snarare är i underkant.

Samtidigt tillför de fem norska förvärven cirka 119 MSEK i årlig EBITDA, vilket enligt bolaget lyfter koncernens pro forma-EBITDA för den senaste tolvmånadersperioden från 112 till 231 MSEK. Utgångsvärdet 112 MSEK inkluderar helårseffekten av tidigare förvärv under 2026; rapporterad EBITDA för tolvmånadersperioden till och med juni 2026 uppgick till cirka 94 MSEK. Förvärven innebär därmed en fördubbling av pro forma-EBITDA, medan finansieringskostnaderna ökar betydligt långsammare. Vi bedömer att även EBITA kommer att stärkas avsevärt, vilket bör förbättra koncernens förmåga att generera kassaflöde.

Historiskt har Calviks höga finansieringskostnader begränsat det fria kassaflödet. Under de senaste tolv månaderna uppgick det fria kassaflödet efter finansiering (levered FCF) till 24,1 MSEK enligt S&P Capital IQ, motsvarande en FCF-yield om cirka 7,2 procent vid ett börsvärde om cirka 337 MSEK (61,80 SEK per aktie den 29 oktober 2026). Kassaflödet har samtidigt inte belastats av den kontraktuella premien på de gamla obligationerna. När de nya förvärvens resultatbidrag får fullt genomslag ser vi potential för en väsentligt högre normaliserad FCF-yield, förutsatt att den ökade intjäningen omsätts i kassaflöde och inte absorberas av rörelsekapital, investeringar eller skatt.

Finansiella prognoser

Vår prognos utgår från ett basscenario där Calviks växer organiskt med 6 procent per år och genomför tre normalstora förvärv per år under 2027 och 2028. I det scenariot ökar nettoomsättningen till cirka 3,9 miljarder SEK 2027 och 4,5 miljarder SEK 2028, medan EBITA stiger till 216 respektive 252 MSEK. 2027 blir det första helåret med de fem norska förvärven och därmed det år då effekten av höstens affärer syns fullt ut. Prognosen sammanfattas i tabellen nedan och redovisas i detalj i bilaga 1.1, med antagandena i bilaga 1.5.

TWINFLOWER CAPITAL | CALVIKS AB (PUBL)

Nyckeltal – basscenario

Utdrag ur fliken Prognos. MSEK om inget annat anges.

MSEK	2026E	2027E	2028E
Nettoomsättning	**2 357,2**	**3 942,9**	**4 470,5**
Tillväxt	*75,8%*	*67,3%*	*13,4%*
EBITDA	131,7	260,9	302,7
EBITDA-marginal	*5,6%*	*6,6%*	*6,8%*
EBITA	**101,8**	**216,1**	**252,4**
EBITA-marginal	*4,3%*	*5,5%*	*5,6%*
Resultat före skatt	20,8	141,0	172,8
Resultat per aktie, SEK	**1,16**	**12,65**	**15,87**
Resultat per aktie justerat, SEK[1]	4,07	12,65	15,87
Fritt kassaflöde till aktieägarna	–	42,1	60,4
Nettoskuld	756,0	800,3	826,3
Nettoskuld / EBITDA pro forma	3,3x	2,9x	2,6x
VÄRDERING VID AKTUELL KURS[2]			
P/E (justerat)	15,2x	4,9x	3,9x
EV/EBITA	12,3x	6,0x	5,3x
FCF-yield	**–**	**12,5%**	**17,9%**

Källa: Twinflower Capital. Basscenario: 6 % organisk tillväxt per år och tre normalstora förvärv per år 2027–2028.

2026E är rapporterat; de fem norska förvärven bidrar endast november–december, vilket gör 2026 års multiplar höga.

[1] 2026E exklusive engångskostnad vid inlösen av de gamla obligationerna (cirka 22 MSEK före skatt).

[2] Aktiekurs 61,80 SEK (29 okt 2026). EV = börsvärde + nettoskuld vid årets slut + minoritetsintressen (165 MSEK).

Antaganden i basscenariot

Den organiska tillväxten om 6 procent ligger mellan utfallet för första halvåret 2026 om 6,8 procent och antagandet om cirka 5 procent hos DNB Carnegie, vars analys är en uppdragsanalys som betalas av bolaget, och under bolagets mål om minst 8 procent. Antagandet är sannolikt mer utmanande i Norge, där bemanningsmarknaden krympte under andra kvartalet 2026, än i Sverige, där konjunkturen väntas stärkas.

Ett normalstort förvärv definierar vi utifrån Calviks tio senaste affärer, exklusive Subshore. Medianbolaget omsätter cirka 100 MSEK med ett rörelseresultat om 7 MSEK och har förvärvats till cirka 4,4x rörelseresultatet. Vi antar en omsättning om 100 MSEK, ett rörelseresultat om 8 MSEK, en köpmultipel om 4,5x inklusive förväntade tilläggsköpeskillingar och en ägd andel om 80 procent. Tre sådana förvärv kostar då cirka 86 MSEK per år och bidrar med ett halvårs resultat det första året.

2026 är ett mellanår

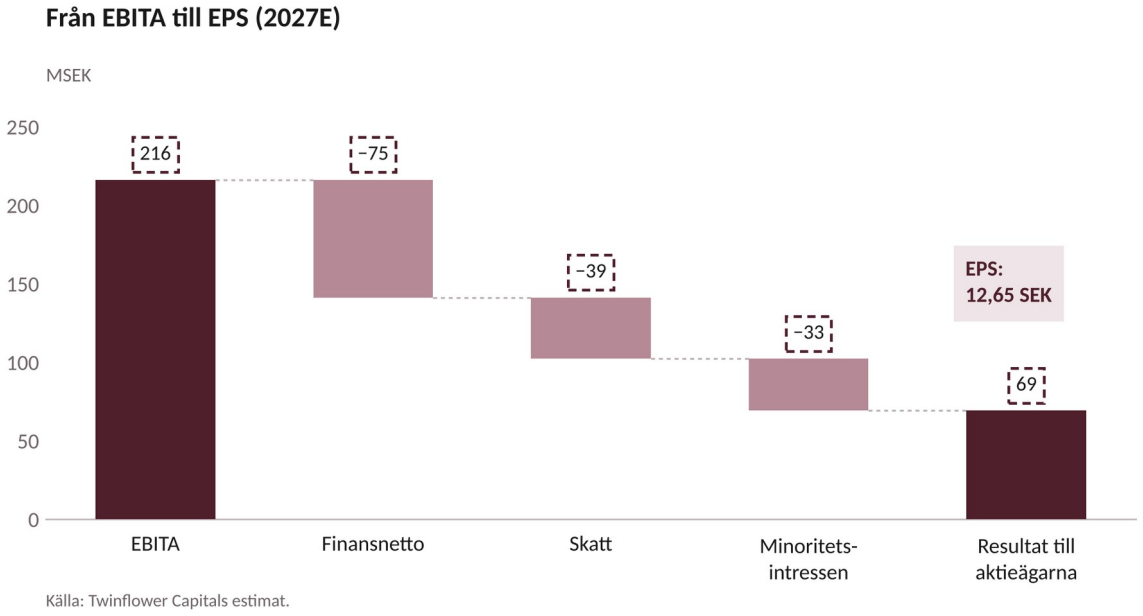
Vår prognos för 2026 ligger under DNB Carnegies, med en nettoomsättning om 2 357 MSEK och en EBITA om 102 MSEK mot 2 744 respektive 114 MSEK. Skillnaden förklaras främst av att vi antar att de fem norska förvärven konsolideras först från november. Finansnettot belastas dessutom av engångskostnaden om uppskattningsvis 22 MSEK vid inlösen av de gamla obligationerna, och EPS för 2026 stannar därför vid 1,16 SEK, eller 4,07 SEK exklusive engångskostnaden. 2026 är därmed ett sämre underlag för att bedöma intjäningsförmågan än 2027.

Marginalen lyfts av affärsmixen

EBITA-marginalen väntas stiga från 4,3 procent 2026 till 5,5 procent 2027 och 5,6 procent 2028. Förbättringen drivs av affärsmixen, eftersom de fem norska förvärven har en sammanvägd marginal om 7,4 procent och minskar ITC:s andel av koncernen. Vi antar däremot inga marginalförbättringar i de befintliga verksamheterna.

Från EBITA till resultat per aktie

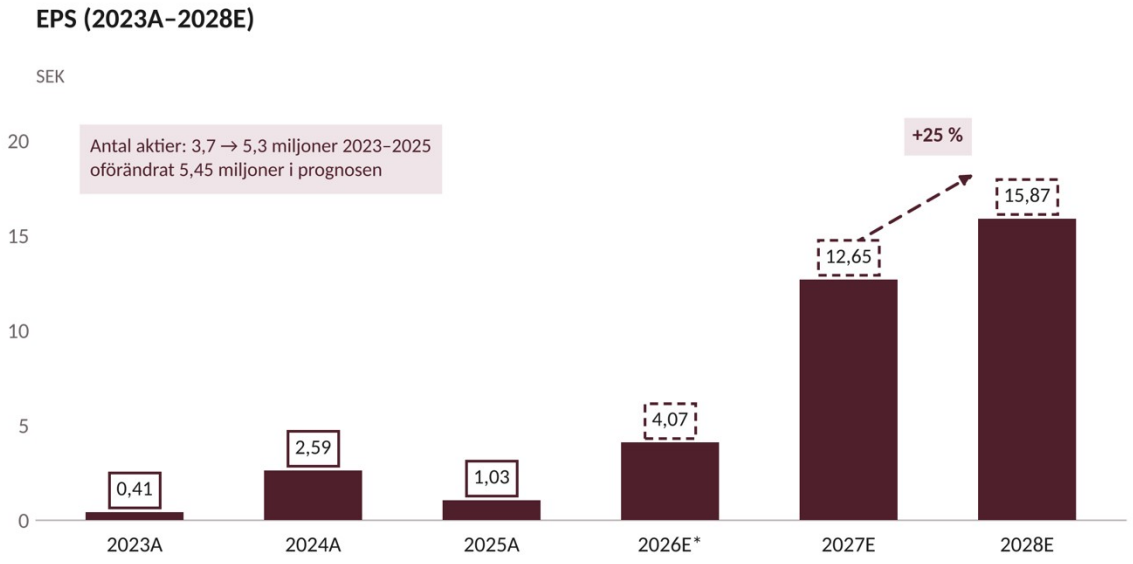
Under rörelseresultatet väntas finansnettot uppgå till cirka 75–80 MSEK per år, varav räntan på obligationerna utgör cirka 65 MSEK. Vi räknar med en effektiv skattesats om 28 procent, över den nominella nivån, eftersom ränteavdragen i Sverige begränsas till 30 procent av den skattemässiga EBITDA. Minoritetsägarna i de förvärvade bolagen tar därefter cirka 33–38 MSEK per år. Det motsvarar ungefär en femtedel av koncernens EBITA men en tredjedel av nettoresultatet, eftersom räntekostnaden för obligationen i sin helhet bärs av Calviks aktieägare. Resultatet per aktie uppgår därmed till 12,65 SEK 2027 och 15,87 SEK 2028.



Källa: Twinflower Capitals estimat.

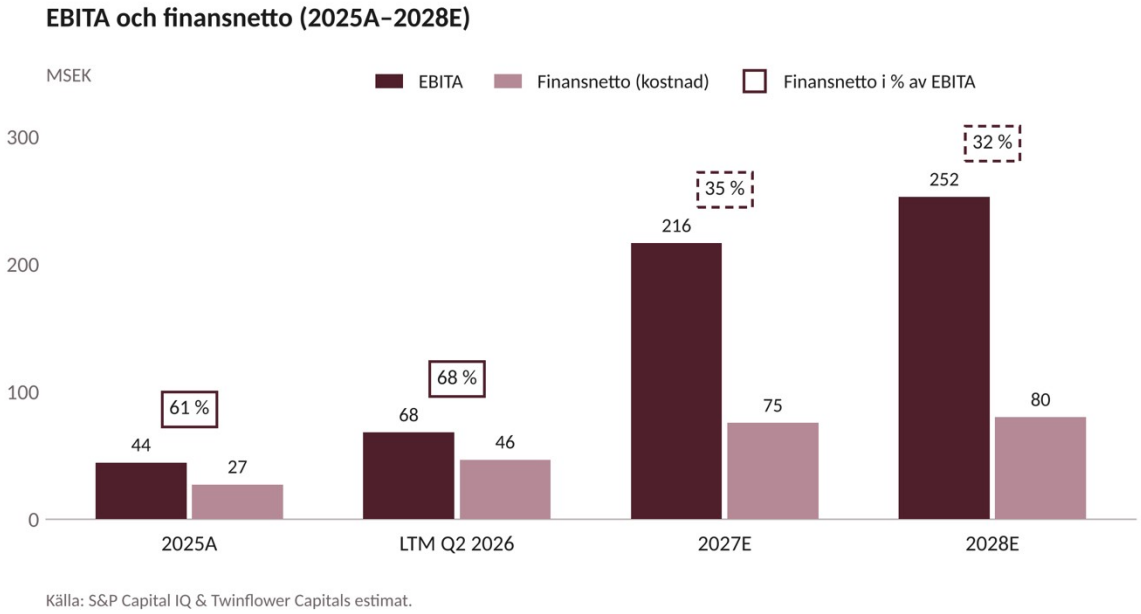
Vinsten per aktie vänder

Vår prognos innebär en tydlig brytpunkt för aktieägarna. Hittills har Calviks kraftiga omsättningstillväxt inte nått dem: EPS föll från 2,59 SEK 2024 till cirka 1 SEK 2025, samtidigt som antalet aktier ökat från 3,0 miljoner 2021 till 5,45 miljoner och höga finansieringskostnader tagit en stor del av rörelseresultatet.



Källa: S&P Capital IQ & Twinflower Capitals estimat. *2026E justerad EPS, exklusive engångskostnad vid inlösen av obligationer.

Tre faktorer från vår prognos förklarar vändningen. EBITA mer än fördubblas när de fem norska förvärven bidrar under ett helt år. Räntekostnaden tar samtidigt en mindre del av resultatet: räntan på de gamla obligationerna motsvarade större delen av rörelseresultatet, medan de nya motsvarar cirka en tredjedel av pro forma-EBITA. Slutligen finansieras tillväxten med lån och kassaflöde i stället för nya aktier, och antalet aktier är oförändrat i vår prognos. Hela resultatförbättringen tillfaller därmed befintliga aktieägare.



Källa: S&P Capital IQ & Twinflower Capitals estimat.

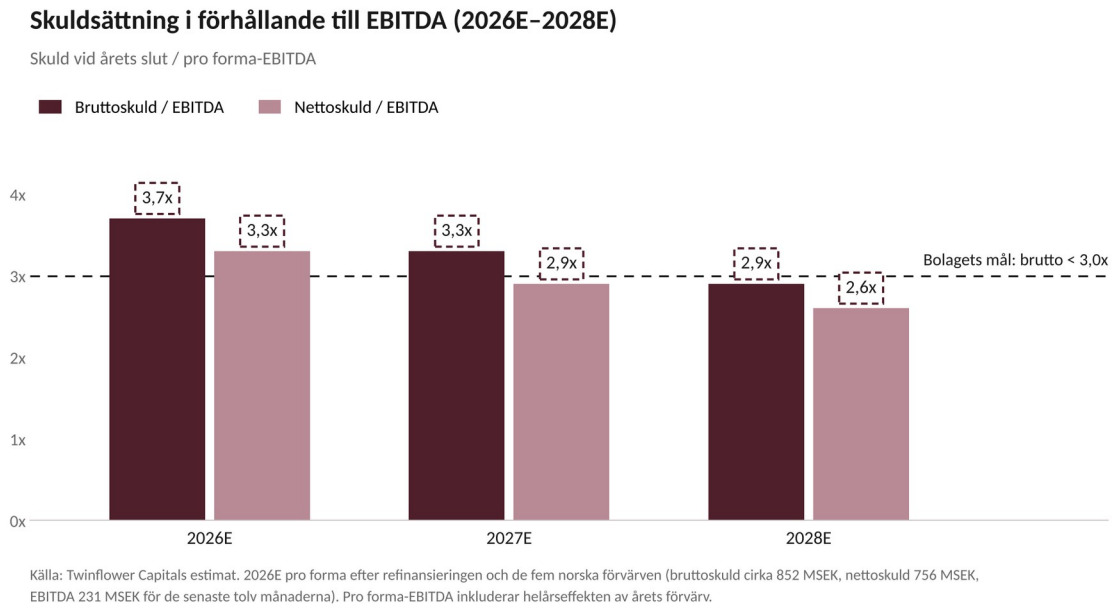
Vid en aktiekurs om 61,80 SEK motsvarar vår EPS för 2027 ett P/E-tal om 4,9x. Även efter det stora steget växer EPS med cirka 25 procent mellan 2027 och 2028, drivet av organisk tillväxt och nya förvärv.

Två faktorer dämpar bilden. Ungefär en tredjedel av nettoresultatet tillfaller minoritetsägare i de förvärvade bolagen, och den höga skuldsättningen gör att EPS är känslig för hur rörelseresultatet och räntan utvecklas (se Risker). Vi anser därför att EPS och fritt kassaflöde per aktie, snarare än omsättning, är de mått som bäst visar om Calviks modell skapar värde för aktieägarna.

Kassaflöde och skuldsättning

För aktieägarna är det avgörande att vinsten också blir kassaflöde. Efter räntor, skatt, ökat rörelsekapital om cirka 39 MSEK, leasingbetalningar om cirka 34 MSEK och minoritetsägarnas andel uppskattar vi det fria kassaflödet till aktieägarna till 42 MSEK 2027 och 60 MSEK 2028, eller 7,7 respektive 11,1 SEK per aktie. Det motsvarar en FCF-yield om 12,5 respektive 17,9 procent vid en aktiekurs om 61,80 SEK. Kassaflödet blir lägre än nettoresultatet främst eftersom en växande omsättning binder rörelsekapital: löner betalas ut innan kunderna betalar.

Kassaflödet räcker dock inte helt till tre förvärv per år, och nettoskulden ökar därför från 756 MSEK till cirka 800 MSEK 2027 och 826 MSEK 2028. Eftersom EBITDA växer snabbare sjunker ändå nettoskulden i förhållande till pro forma-EBITDA till 2,9x 2027 och 2,6x 2028. Bruttoskulden motsvarar 3,3x EBITDA 2027 och 2,9x 2028, vilket innebär att bolagets mål om en bruttoskuldsättning under 3,0x nås först 2028 i vårt basscenario.



Källa: Twinflower Capitals estimat. 2026E pro forma efter refinansieringen och de fem norska förvärven (bruttoskuld cirka 852 MSEK, nettoskuld 756 MSEK, EBITDA 231 MSEK för de senaste tolv månaderna). Pro forma-EBITDA inkluderar helårseffekten av årets förvärv.

Jämfört med DNB Carnegie

Vår EBITA för 2027 ligger cirka 13 procent över DNB Carnegies prognos om 192 MSEK, och vår EPS cirka 24 procent över deras 10,19 SEK. Skillnaden beror främst på att vi räknar med ett helt års bidrag från de fem norska förvärven samt nya förvärv. Vår prognos är därmed mer beroende av att förvärvsplanen genomförs och att de förvärvade bolagen levererar.

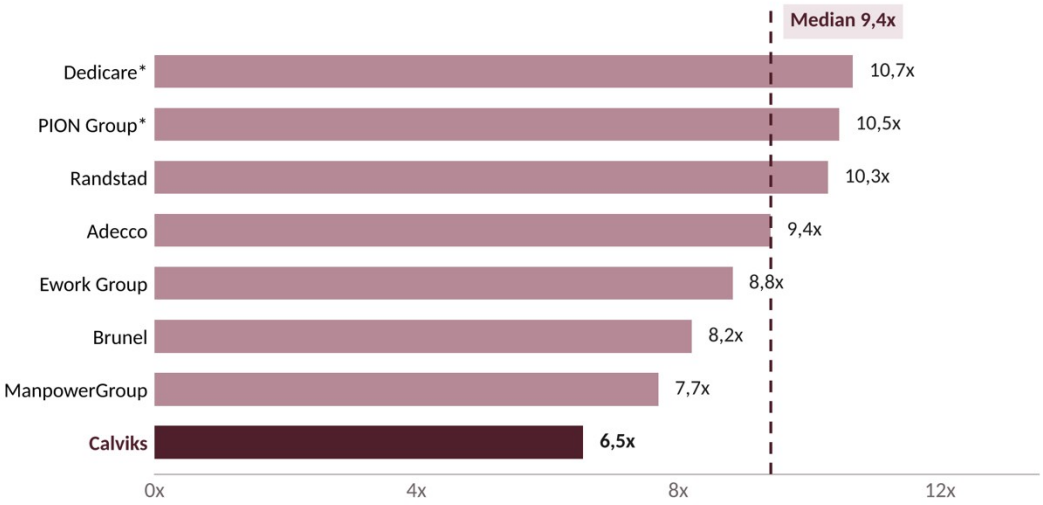
Värdering

Vi värderar Calviks med tre metoder: en relativvärdering mot noterade bemanningsbolag baserad på EV/EBITA 2027E, en kassaflödesvärdering (DCF) av den befintliga koncernen och en separat värdering av förvärvsmotorn, där vi jämför avkastningen på framtida förvärv med avkastningskravet. Den tredje metoden kompletterar DCF:en, som inte innehåller några framtida förvärv. Metoderna pekar på ett värde om 78–93 SEK per aktie, och vi sätter ett motiverat värde om 91 SEK per aktie, cirka 47 procent över dagens kurs om 61,80 SEK.

Relativvärdering mot jämförbara bolag

Jämförelsegruppen består av de stora europeiska bemanningsbolagen Randstad, ManpowerGroup, Adecco och Brunel samt de nordiska Ework, Dedicare och PION. Samtliga värderas på EBITA för 2027 så att multiplarna blir jämförbara med vår prognos. För bolag där marknadens estimat avser de kommande tolv månaderna har vi räknat om till kalenderåret 2027, och för Dedicare och PION bygger EBITA på egna prognoser. Medianen uppgår till 9,4x EV/EBITA 2027E. Vid dagens kurs värderas Calviks till 6,5x, en rabatt om cirka 30 procent. Minoritetsintressena ingår då med cirka 320 MSEK, på samma sätt som i värderingen nedan. Den pro forma-multipel om 6,6x som anges i avsnittet om förvärvsstrategin avser i stället EBITA för de senaste tolv månaderna.

EV/EBITA 2027E – Calviks mot jämförelsebolag



Källa: S&P Capital IQ (30 okt 2026), ABG, MarketScreener & Twinflower Capitals estimat. *Egen prognos. Calviks vid kurs 61,80 SEK, EBITA exkl. minoritetsandel.

En viss rabatt är motiverad. Calviks är betydligt mindre än jämförelsebolagen, aktien handlas med låg likviditet på First North och bolaget har en kort historik som noterat. Vi tillämpar därför en rabatt om 20 procent mot medianen, vilket ger 7,5x EV/EBITA 2027E och ett rörelsevärde om cirka 1 630 MSEK. Efter avdrag för vår prognostiserade nettoskuld vid utgången av 2027 om cirka 800 MSEK och minoritetsägarnas andel om cirka 320 MSEK uppgår aktievärdet till cirka 510 MSEK, eller 93 SEK per aktie (se bilaga 1.2).

Minoritetsägarna i de förvärvade bolagen har rätt till ungefär en femtedel av koncernens EBITA, och i värderingen värderas deras andel till samma multipel som koncernen i övrigt, cirka 320 MSEK. Det skiljer sig från bryggan i avsnittet om refinansiering, där minoritetsintressena tas upp till uppskattningsvis 165 MSEK, motsvarande de lägre multiplar som förvärven gjordes till. Att använda det lägre beloppet i värderingen skulle ge Calviks aktieägare del av en omvärdering av andelar som tillhör minoritetsägarna; med 165 MSEK skulle dagens kurs motsvara 5,8x EV/EBITA 2027E. Eftersom skulden är stor i förhållande till aktievärdet är värdet känsligt för multipeln: varje 1,0x motsvarar cirka 32 SEK per aktie.

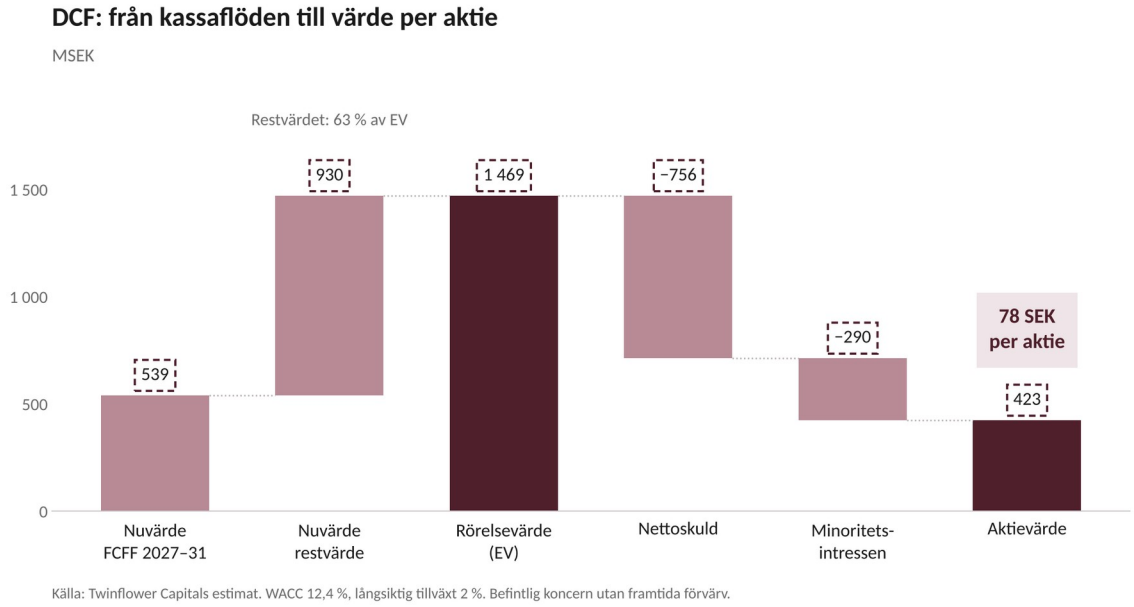
Kassaflödesvärdering (DCF)

DCF:en omfattar den befintliga koncernen inklusive de fem norska förvärven, men inga framtida förvärv. Omsättningen växer med 6 procent per år 2027–2028 i linje med basscenariot, och tillväxten avtar därefter till 3 procent 2031, det sista prognosåret. Därefter antar vi en evig tillväxt om 2 procent. EBITA-marginalen hålls oförändrad på den befintliga koncernens nivå 2028 om cirka 5,4 procent (5,6 procent i prognosen inklusive nya förvärv), vilket innebär att vi inte räknar med någon ytterligare förbättring av affärsmixen.

Bemanning är en kapitallätt verksamhet. Investeringarna uppgår till cirka 0,1 procent av omsättningen, och den kapitalbindning som finns ligger i stället i leasade kontor och bilar samt i rörelsekapitalet. Vi drar av leasingbetalningarna om 34–41 MSEK per år som en löpande kostnad och antar att varje ny krona i omsättning binder cirka 18 öre i rörelsekapital, eftersom löner betalas ut innan kunderna betalar. Det fria kassaflödet till hela koncernen uppgår därmed till 126 MSEK 2027 och växer till 173 MSEK 2031, motsvarande 62–71 procent av EBITA.

Kassaflödena diskonteras med ett avkastningskrav (WACC) om 12,4 procent. Kravet på eget kapital uppgår till 15,3 procent och bygger på en riskfri ränta om 2,8 procent och en marknadsriskpremie om 5,7 procent enligt PwC:s riskpremiestudie 2026, en beta om 1,5 och en småbolagspremie om 4,0 procent. Den höga betan speglar att bemanning är konjunkturkänsligt och att skuldsättningen i dag är hög: nettoskulden motsvarar knappt 70 procent av börsvärdet plus nettoskulden, eller cirka 60 procent av rörelsevärdet om minoritetsintressena räknas in, och obligationen löper med en marginal om 8 procentenheter över STIBOR. Aktieägarna står sist i kön och bör därför kräva klart mer än långivarna. Lånekostnaden efter skatt uppgår till 8,0 procent, och vi antar att skulden på sikt utgör 40 procent av finansieringen.

Det ger ett rörelsevärde om cirka 1 470 MSEK, motsvarande 7,2x EV/EBITA 2027E för den befintliga koncernen exklusive nya förvärv (cirka 204 MSEK), eller 6,8x på prognosens EBITA om 216 MSEK. Efter avdrag för dagens pro forma-nettoskuld om 756 MSEK och minoritetsägarnas andel om cirka 290 MSEK, som även här motsvarar ungefär en femtedel av rörelsevärdet, uppgår aktievärdet till cirka 425 MSEK, eller 78 SEK per aktie. Beräkningen redovisas i bilaga 1.3.



Restvärdet efter 2031 står för knappt två tredjedelar av rörelsevärdet, vilket gör värderingen känslig för avkastningskravet och den långsiktiga tillväxten. Med ett avkastningskrav mellan 11,4 och 13,4 procent och en långsiktig tillväxt mellan 1 och 3 procent hamnar värdet i intervallet 53–114 SEK per aktie. Dagens kurs motsvarar ett avkastningskrav om drygt 13 procent med i övrigt oförändrade antaganden.

DCF-värde per aktie vid olika antaganden

SEK per aktie. Aktiekurs 61,80 SEK (29 okt 2026).

Tillväxt efter 2031 \ WACC	11,4 %	11,9 %	12,4 %	12,9 %	13,4 %
1,0 %	91	80	70	61	53
1,5 %	96	85	74	64	56
2,0 %	102	89	**78**	68	59
2,5 %	108	94	82	72	62
3,0 %	114	100	87	76	65

Källa: Twinflower Capitals estimat.

Värdet av förvärvsmotorn

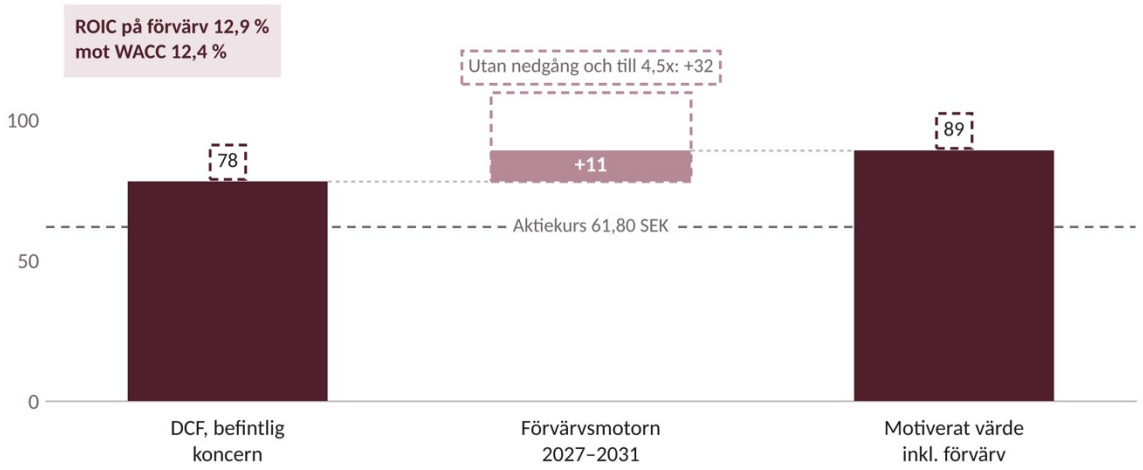
Förvärv till låga multiplar är kärnan i Calviks strategi, men de skapar bara värde om avkastningen på det investerade kapitalet överstiger avkastningskravet. Vi värderar därför framtida förvärv separat genom att jämföra avkastningen på investerat kapital (ROIC) med WACC.

Ett normalstort förvärv har i våra referensförvärv en omsättning om cirka 100 MSEK och en EBITA om cirka 8 MSEK, och Calviks har betalat runt 4,5x EBITA för i genomsnitt cirka 80 procent av bolagen. Om resultatet håller efter förvärvet ger det en ROIC om cirka 17 procent, långt över avkastningskravet. Vi räknar dock försiktigare. Säljare tenderar att sälja nära toppen, mindre bemanningsbolag är beroende av ett fåtal nyckelpersoner och tilläggsköpeskillingarna blir högre när bolagen presterar väl. Vi antar därför att resultatet faller med 15 procent efter förvärvet och att den faktiska köpmultipeln blir 5,0x inklusive tilläggsköpeskillingar, plus transaktionskostnader om 3 procent. Då sjunker avkastningen till 12,9 procent, strax över avkastningskravet om 12,4 procent. Med en långsiktig tillväxt om 2 procent i de förvärvade bolagen skapar varje förvärv ändå ett värde om cirka 5 MSEK, och förvärv till under cirka 5,8x säljarens EBITA skapar värde.

Med tre förvärv per år 2027–2031 och inga förvärv därefter uppgår nuvärdet av förvärvsmotorn till cirka 60 MSEK, eller 11 SEK per aktie. Tillsammans med DCF-värdet om 78 SEK ger det 89 SEK per aktie. Om säljarnas resultat i stället håller och priset blir 4,5x stiger värdet av förvärvsmotorn till 32 SEK per aktie. Skillnaden visar hur mycket som hänger på köpdisciplin och på att de förvärvade bolagen behåller sin lönsamhet. Beräkningen förutsätter att förvärven finansieras med kassaflöde och lån; sker det i stället genom nyemissioner till dagens kurs minskar värdet för befintliga aktieägare. Beräkningen redovisas i bilaga 1.4.

Värdet av förvärvsmotorn

SEK per aktie



Källa: Twinflower Capitals estimat. Tre förvärv per år 2027–2031 till 5,0x EBITA och 15 % lägre resultat efter förvärvet.

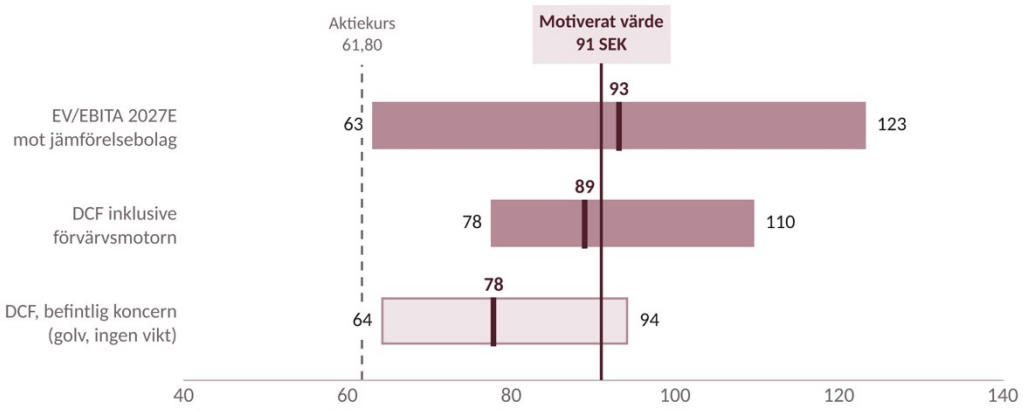
Sammanvägning

Metoderna ger ett värde om 78–93 SEK per aktie. Vi väger samman relativvärderingen och DCF:en inklusive förvärvsmotorn med lika vikt, eftersom båda inkluderar Calviks förvärv: den ena speglar hur marknaden prissätter jämförbara bolag och den andra vad kassaflödena är värda. DCF:en för den befintliga koncernen får ingen vikt utan fungerar som ett golv för värderingen, om Calviks skulle sluta förvärva. Det ger ett motiverat värde om 91 SEK per aktie, cirka 47 procent över dagens kurs om 61,80 SEK. Värdet motsvarar 7,5x EV/EBITA 2027E och ett P/E-tal om 7,2x på vår EPS för 2027, fortfarande en tydlig rabatt mot jämförelsebolagen.

Intervallen nedan visar värdet vid rimliga variationer i de viktigaste antagandena: rabatten mot jämförelsebolagen (10–30 procent), avkastningskravet och den långsiktiga tillväxten (±0,5 procentenheter) samt priset på och utvecklingen i de förvärvade bolagen.

Värderingsintervall per metod

SEK per aktie



Källa: Twinflower Capitals estimat. Motiverat värde = lika vikt mellan EV/EBITA 2027E och DCF inklusive förvärvsmotorn.

Värderingen bygger på förhållandevis försiktiga antaganden: relativvärderingen inkluderar en rabatt om 20 procent, avkastningskravet på eget kapital om 15,3 procent tar höjd för både storlek och skuldsättning, och framtida förvärv värderas med lägre resultat och högre priser än i vår prognos. Samtidigt ligger vår

resultatprognos för 2027 över DNB Carnegies, och det motiverade värdet förutsätter att de norska förvärven levererar enligt plan.

För att visa spannet i möjliga utfall har vi även beräknat ett bear- och ett bull-scenario med samma metod som relativvärderingen. I bear-scenariot levererar de förvärvade bolagen sämre än väntat och aktien omvärderas inte, vilket ger cirka 36 SEK per aktie. I bull-scenariot når bolaget sitt mål för den organiska tillväxten och rabatten mot jämförelsebolagen krymper efter listbytet, vilket ger cirka 155 SEK. Det breda spannet beror på skuldsättningen: nettoskulden och minoriteterna motsvarar ungefär två tredjedelar av rörelsevärdet, så även måttliga förändringar i rörelsevärdet får stort genomslag på aktievärdet.

Scenarier för värdet per aktie

Bear och bull beräknade med relativvärderingen (EV/EBITA 2027E) och samma minoritetsandel som i basscenariot

	Bear	Bas	Bull
Antaganden	Förvärven levererar sämre, ingen organisk tillväxt, ingen omvärdering	Vårt basscenario (motiverat värde)	Organisk tillväxt 8 %, fler förvärv, mindre rabatt efter listbytet
EBITA 2027E, MSEK	≈195	**216**	≈238
Förändring mot bas	−10 %	–	+10 %
EV/EBITA 2027E	6,5x	**7,5x**	8,5x
Värde per aktie, SEK	**≈36**	**91**	**≈155**
Mot dagens kurs (61,80 SEK)	−42 %	**+47 %**	+151 %

Källa: Twinflower Capitals estimat. Nettoskulden vid utgången av 2027 antas till cirka 820, 800 respektive 780 MSEK. Bas motsvarar det motiverade värdet, en sammanvägning av relativvärderingen och kassaflödesvärderingen.

Vi bedömer att aktien i dag prissätts med en betydande riskpremie, som kan minska i takt med att Calviks levererar på förvärven och sänker skuldsättningen. Den höga skuldsättningen verkar dock åt båda hållen: förändringar i rörelsevärdet får stort genomslag på aktievärdet, vilket vi beskriver närmare under Risker.

Katalysatorer

Kommande rapporter

Delårsrapporten för tredje kvartalet den 12 november 2026 och bokslutskommunikén den 11 februari 2027 ger de första beskeden om hur refinansieringen och de norska förvärven påverkar resultat och kassaflöde. Eftersom förvärven konsolideras först från november syns den fulla effekten dock först i rapporterna för 2027. Kvartal med stigande EBITA-marginal och sjunkande skuldsättning skulle bekräfta vår bild.

Listbyte kan öka synligheten

I juni 2026 kommunicerade Calviks ambitionen att flytta aktien från First North till Nasdaq Stockholm Small Cap under våren 2027, under förutsättning att marknadsläget är gynnsamt. En notering på huvudlistan ställer högre krav på bland annat redovisning och bolagsstyrning, men gör samtidigt aktien tillgänglig för fler institutionella investerare, av vilka en del inte kan eller vill investera i bolag på First North. Vi bedömer att listbytet kan öka synligheten och likviditeten i aktien och därmed bidra till att rabatten mot jämförelsebolagen minskar.

Norvika på den norska kapitalmarknaden

Bolaget har också angett att Norvika på sikt kan ta nästa steg på den norska kapitalmarknaden. En separat notering skulle kunna synliggöra värdet av den norska plattformen, men skulle samtidigt innebära att en större del av den norska verksamheten ägs av andra än Calviks aktieägare.

Risker

Calviks är ett litet, snabbt växande och skuldsatt bolag, och vårt motiverade värde förutsätter att flera saker går som planerat. Nedan sammanfattar vi de risker vi bedömer som viktigast.

Hög skuldsättning och rörlig ränta

Pro forma-nettoskulden uppgår till 756 MSEK, mer än dubbelt så mycket som börsvärdet, och i vårt basscenario når bolaget sitt mål om en bruttoskuldsättning under 3,0x EBITDA först 2028. Skulden förstärker effekten av förändringar i rörelseresultatet: tio procent lägre EBITDA 2027 skulle sänka det fria kassaflödet till aktieägarna med cirka 19 MSEK, nästan hälften, och FCF-yielden till cirka 7 procent. På samma sätt minskar ett rörelsevärde som är tio procent lägre DCF-värdet med cirka 22 SEK per aktie. Obligationen löper med rörlig ränta, och varje procentenhet högre STIBOR ökar räntekostnaden med cirka 6,5 MSEK per år. Den förfaller 2029 och måste då refinansieras, vilket förutsätter en fungerande kreditmarknad och att bolaget har levererat på sin plan.

De förvärvade bolagen levererar inte

Vår prognos förutsätter att de fem norska bolagen levererar säljarnas prognoser för 2026. Subshore står ensamt för ungefär hälften av förvärvens sammanlagda rörelseresultat, så utvecklingen i ett enskilt bolag får stor betydelse för koncernen. Mindre bemanningsbolag är ofta beroende av ett fåtal nyckelpersoner och kunder, och säljare tenderar att sälja nära en resultattopp. Tilläggsköpeskillingar kan dessutom höja de faktiska förvärvsmultiplarna när bolagen utvecklas väl. I värderingen av förvärvsmotorn tar vi viss höjd för detta genom att anta 15 procent lägre resultat och högre priser för framtida förvärv, men utfallet kan bli sämre.

Konjunktur och den norska bemanningsmarknaden

Efterfrågan på bemanning, rekrytering och konsulttjänster följer konjunkturen. Den norska bemanningsmarknaden krympte under andra kvartalet 2026, och efter förvärven står Norge för drygt hälften av koncernens omsättning. En stor del av de norska förvärven, framför allt Subshore och Drift Sør, är dessutom exponerade mot offshore, olja och gas, där investeringarna följer energipriserna. Vårt antagande om 6 procent organisk tillväxt per år kan därför visa sig optimistiskt. Inriktningen mot industri, infrastruktur och försvar kan dämpa svängningarna, men långa underliggande projekt innebär inte nödvändigtvis långa kontrakt för Calviks.

Valuta

Efter förvärven kommer drygt hälften av omsättningen och en ännu större del av rörelseresultatet från Norge, medan obligationen och rapporteringen är i SEK. En svagare norsk krona minskar därför koncernens resultat i SEK och förmågan att betala räntan, utan att skulden minskar i motsvarande grad.

Minoritetsintressen och Norvika

Ungefär en tredjedel av nettoresultatet tillfaller minoritetsägare i de förvärvade bolagen. De planerade andelsbytena i Norvika, där säljarna blir delägare i hela den norska plattformen, kan öka minoritetens andel ytterligare. Om Norvika på sikt noteras separat kan dessutom en större del av värdet i den norska verksamheten tillfalla andra än Calviks aktieägare.

Utspädning

Antalet aktier har ökat från 3,0 miljoner 2021 till 5,45 miljoner i dag. Vår prognos förutsätter att tillväxten finansieras med kassaflöde och lån, utan nya aktier. Eftersom kassaflödet inte helt räcker till tre förvärv per år

kan bolaget behöva ta in nytt kapital om förvärvstakten ökar eller om skuldsättningen ska ned snabbare. Nyemissioner till dagens kurs skulle minska värdet för befintliga aktieägare.

Begränsad insyn

Calviks redovisar inga siffror per affärsområde, och en stor del av underlaget för våra prognoser utgörs av bolagets pro forma-siffror och säljarnas prognoser för de förvärvade bolagen. Med 46 dotterbolag vid halvårsskiftet, fem till efter höstens förvärv och en decentraliserad modell ställs höga krav på finansiell kontroll och uppföljning.

Låg likviditet och koncentrerat ägande

Aktien handlas på First North med låg likviditet, och ägandet är koncentrerat: de fyra största ägarna äger tillsammans ungefär två tredjedelar av aktierna (se Ledning och ägare). Det kan göra det svårt att köpa eller sälja större poster utan att påverka kursen.

TWINFLOWER CAPITAL

Bilagor

Bilaga 1.1 – Prognos, basscenario

TWINFLOWER CAPITAL | CALVIKS AB (PUBL)

Prognos – basscenario

6 % organisk tillväxt och tre normalstora förvärv per år. MSEK om inget annat anges. 2026E = rapporterat (fem förvärv konsoliderade från nov).

MSEK	2026E	2027E	2028E	Kommentar
OMSÄTTNING				
Befintlig koncern, pro forma helår (hjälprad)	*2 152,3*	*2 281,4*	*2 418,3*	H2 2026 = pro forma sep 25–aug 26 minus pro forma H1 2026, uppräknat för fyra månaders tillväxt.
Befintlig koncern, rapporterad	2 119,5	2 281,4	2 418,3	2026E: rapporterat H1 + uppskattat H2.
Fem norska förvärv	237,7	1 511,6	1 602,3	
Nya förvärv 2027	-	150,0	300,0	Halvår första året, helår därefter.
Nya förvärv 2028	-	-	150,0	
Nettoomsättning	**2 357,2**	**3 942,9**	**4 470,5**	
Tillväxt, %	*75,8%*	*67,3%*	*13,4%*	
Organisk omsättningsökning (för rörelsekapital)		*214,7*	*227,6*	
EBITDA				
Befintlig koncern, pro forma helår (hjälprad)	*114,4*	*121,3*	*128,5*	
Befintlig koncern, rapporterad	111,9	121,3	128,5	
Fem norska förvärv	19,8	126,1	133,7	
Nya förvärv 2027	-	13,5	27,0	
Nya förvärv 2028	-	-	13,5	
EBITDA	**131,7**	**260,9**	**302,7**	
EBITDA-marginal	*5,6%*	*6,6%*	*6,8%*	
AVSKRIVNINGAR				
Befintlig koncern	(27,6)	(29,3)	(31,1)	H1 2026 × 2.
Fem norska förvärv	(2,2)	(13,9)	(14,8)	
Nya förvärv 2027	-	(1,5)	(3,0)	
Nya förvärv 2028	-	-	(1,5)	
Avskrivningar	**(29,8)**	**(44,8)**	**(50,3)**	
EBITA (≈ rörelseresultat)	**101,8**	**216,1**	**252,4**	
EBITA-marginal	*4,3%*	*5,5%*	*5,6%*	
FINANSNETTO				
Finansnetto H1 2026 (uppskattat)	(26,0)	-	-	
Gamla obligationer jul–okt 2026	(19,2)	-	-	
Nya obligationer (STIBOR + 8 %)	(10,9)	(65,5)	(65,5)	
Avskrivning emissionskostnader (ej kassapåverkande)	-	(5,0)	(5,0)	
Ränta på övrig skuld	(3,0)	(6,0)	(6,0)	
Ränta på förändrad nettoskuld	-	-	(4,5)	På ingående nettoskuld jämfört med 756 MSEK (undviker cirkelreferens).
Ränteintäkter	-	1,4	1,4	
Engångskostnad vid inlösen av gamla obligationer	(22,0)	-	-	
Finansnetto	**(81,1)**	**(75,1)**	**(79,6)**	

Bilaga 1.2 – Relativvärdering, EV/EBITA 2027E

TWINFLOWER CAPITAL | CALVIKS AB (PUBL)

Peer-värdering – EV/EBITA 2027E

Sju nordiska och globala bemanningsbolag minst lika stora som Calviks. Alla multiplar på EBITA 2027E, rörelsevärden från S&P Capital IQ 30 okt 2026.

Bolag	Land	Metod	EV (MUSD)	EBITA 2027E (MUSD)	EV/EBITA 2027E	Källa / beräkning
Randstad	NL	NTM → 2027E	9 656,6	938,3	10,3x	TEV och NTM EBITDA från S&P Capital IQ (MUSD) × LTM EBIT/EBITDA; kalenderjusterad till 2027E med konsensustillväxt i EBIT 2026–27 om ca 9 % (MarketScreener).
ManpowerGroup	USA	NTM → 2027E	3 345,0	434,3	7,7x	S&P Capital IQ (MUSD); kalenderjusterad med konsensustillväxt i EBITDA 2026–27 om ca 21 % (aktien.guide).
Adecco	CH	NTM → 2027E	8 387,4	890,9	9,4x	S&P Capital IQ (MUSD); kalenderjusterad med konsensustillväxt i EBIT 2026–27 om 10 % (MarketScreener: 718,8 → 790,9 MEUR).
Brunel International	NL	NTM → 2027E	474,1	57,8	8,2x	S&P Capital IQ (MUSD) × konsensus EBIT/EBITDA 2027E; kalenderjusterad med EBIT-tillväxt 2026–27 om ca 25 % (MarketScreener).
Ework Group	SE	2027E (ABG)	105,7	12,0	8,8x	TEV från S&P Capital IQ (MUSD); adj. EBIT 2027E 118 MSEK enligt ABG Sundal Collier, omräknad till USD.
Dedicare	SE	2027E (TFC)	68,4	6,4	10,7x	TEV från S&P Capital IQ (MUSD). Egen prognos: justerad EBITA H1 2026 × 2 × 1,05. Saknar konsensus.
PION Group	SE	2027E (TFC)	35,0	3,3	10,5x	TEV från S&P Capital IQ (MUSD). Egen prognos: EBIT H1 2026 × 2 × 1,05. Saknar analytikerbevakning.
Median					**9,4x**	
Medelvärde					9,4x	
Nedre kvartil					8,5x	
Övre kvartil					10,4x	
Median nordiska bolag					10,5x	
Median globala bolag					8,8x	

SEK per USD (implicit i Capital IQ)	9,86	Calviks kurs 61,80 SEK mot 6,27 USD i Capital IQ.

Ej med i medianen: Eezy, Ogunsen, Empresaria och NGS (börsvärde under Calviks), PRTR, Spectrum och JAC (andra marknader) samt Academic Work (onoterat).

VÄRDERING AV CALVIKS		
EBITA 2027E (basscenario)	216,1	Fliken Prognos.
Nettoskuld vid utgången av 2027	800,3	Fliken Prognos (inkl. tre nya förvärv 2027).
Minoritetsägarnas andel av EBITA 2027E	42,5	Säljarnas andelar i de fem norska förvärven, befintliga minoriteter och 20 % i 2027 års förvärv. Värderas till samma multipel som koncernen.
Antal aktier (miljoner)	5,450	
Aktiekurs (SEK)	61,80	Fliken Antaganden.
Rabatt mot peer-medianen	20,0%	Nyckelantagande: 20 % rabatt för liten storlek, låg likviditet i aktien (First North) och kort historik som noterat bolag (sedan 2022).

	Peer-median	Med 20 % rabatt	Dagens kurs
EV/EBITA 2027E	9,4x	7,5x	6,5x
Rörelsevärde (EV)	2 034,9	1 627,9	1 415,3
− Nettoskuld	(800,3)	(800,3)	(800,3)
− Minoritetsintressen	(400,1)	(320,1)	(278,3)
Aktievärde	834,5	507,6	336,8
Motiverat värde per aktie (SEK)	**153,1**	**93,1**	**61,8**
Uppsida mot dagens kurs	147,8%	50,7%	-

KÄNSLIGHET: MOTIVERAT VÄRDE PER AKTIE (SEK) VID OLIKA EV/EBITA 2027E	
5,0x	12,5
6,0x	44,3
7,0x	76,2
8,0x	108,1
9,0x	139,9
10,0x	171,8

TWINFLOWER CAPITAL

Bilaga 1.3 – DCF-värdering

TWINFLOWER CAPITAL | CALVIKS AB (PUBL)

DCF-värdering

Befintlig koncern inklusive de fem norska förvärven, utan framtida förvärv. Värderingsdag 30 oktober 2026. MSEK om inget annat anges.

AVKASTNINGSKRAV (WACC)		
Riskfri ränta	2,8%	Svensk 10-årig statsobligation, snitt under PwC:s riskpremiestudie 2026.
Marknadsriskpremie	5,7%	PwC Riskpremiestudien 2026.
Beta	1,50	Antagande: konjunkturkänslig bemanning, hög skuldsättning och obligation med high yield-prissättning. Motsvarar ohävstångad beta ≈ 1,0 vid målstrukturen.
Småbolagspremie	4,0%	PwC 2026: 3,0 % vid börsvärde 500 MSEK och 4,6 % vid 100 MSEK. Calviks ≈ 340 MSEK ger ≈ 3,6 %; avrundat uppåt för låg likviditet.
Avkastningskrav på eget kapital	15,4%	
Låneränta före skatt	10,1%	Obligationen: STIBOR 3M + 8,0 %.
Skattesats för ränteavdrag	20,6%	Svensk bolagsskatt.
Låneränta efter skatt	8,0%	
Skuldandel (målstruktur)	40,0%	Antagande: långsiktig struktur i linje med målet om bruttoskuld under 3,0x EBITDA. Dagens andel (≈ 69 % av marknadsvärdet) är högre, vilket speglas i en hög beta.
WACC	**12,4%**	
Långsiktig tillväxt efter 2031	2,0%	I linje med inflationsmålet.
Skattesats på rörelseresultat	22,0%	Svensk och norsk bolagsskatt, utan hänsyn till räntor.

MSEK	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	Kommentar
Organisk tillväxt	*6,0%*	*6,0%*	*5,0%*	*4,0%*	*3,0%*	2027–28 enligt basscenariot, därefter avtagande mot långsiktig nivå.
Nettoomsättning	3 792,9	4 020,5	4 221,5	4 390,4	4 522,1	Befintlig koncern + fem norska förvärv (fliken Prognos).
EBITA	**204,1**	**216,4**	**227,2**	**236,3**	**243,4**	2029–31 med oförändrad marginal; ingen marginalförbättring antas.
EBITA-marginal	*5,4%*	*5,4%*	*5,4%*	*5,4%*	*5,4%*	
Skatt på EBITA	(44,9)	(47,6)	(50,0)	(52,0)	(53,5)	
Avskrivningar (återläggs)	43,3	45,8	48,1	50,1	51,6	
Investeringar	(3,8)	(4,0)	(4,2)	(4,4)	(4,5)	
Leasingbetalningar	(34,0)	(36,0)	(37,8)	(39,4)	(40,5)	
Förändring i rörelsekapital	(38,6)	(41,0)	(36,2)	(30,4)	(23,7)	18 % av omsättningsökningen.
Fritt kassaflöde (FCFF)	**126,0**	**133,6**	**147,1**	**160,2**	**172,6**	
Diskonteringstid (år)	*0,67*	*1,67*	*2,67*	*3,67*	*4,67*	Halvårskonvention från värderingsdagen 30 okt 2026.
Diskonteringsfaktor	*0,925*	*0,823*	*0,732*	*0,651*	*0,579*	
Nuvärde av FCFF	116,5	109,9	107,6	104,3	100,0	

RESTVÄRDE OCH VÄRDERING		
Normaliserat FCFF 2032	177,4	Avskrivningar antas på sikt motsvara investeringar och leasingbetalningar.
Restvärde vid utgången av 2031	1 703,6	Gordons tillväxtmodell.
Nuvärde av restvärde	930,4	
Summa nuvärde av FCFF 2027–2031	538,4	
Rörelsevärde (EV)	**1 468,8**	
Restvärdets andel av rörelsevärdet	63,3%	
− Nettoskuld pro forma	(756,0)	Efter refinansiering och de fem förvärven (EV-bryggan).

Bilaga 1.4 – Värdet av förvärvsmotorn

TWINFLOWER CAPITAL | CALVIKS AB (PUBL)

Värdet av förvärvsmotorn

Avkastning på investerat kapital (ROIC) mot avkastningskravet (WACC) för framtida förvärv 2027–2031. Calviks andel. MSEK om inget annat anges.

ANTAGANDEN PER NORMALSTORT FÖRVÄRV		
Omsättning enligt säljaren	100,0	Fliken Antaganden (referensförvärv nov 2025–okt 2026).
EBITA enligt säljaren	8,0	Fliken Antaganden.
EBITA-marginal	*8,0%*	
Köpmultipel i prognosen	*4,5x*	Fliken Antaganden: median 4,4x initialt i referensurvalet.
Faktisk köpmultipel inkl. tilläggsköpeskillingar	5,0x	Nyckelantagande: tilläggsköpeskillingar blir högre när bolagen presterar väl.
EBITA-nedgång efter förvärvet	15,0%	Nyckelantagande: säljare säljer nära toppen och små bolag är beroende av nyckelpersoner.
Ägd andel	80,0%	Säljarna behåller resten; Calviks betalar för och får sin andel.
Transaktionskostnader, % av köpeskillingen	3,0%	Antagande: rådgivning, due diligence och stämpelskatt.
Skattesats på rörelseresultat	22,0%	Som i DCF:en.
Långsiktig tillväxt i förvärvade bolag	2,0%	Försiktigt: lägre än 6 % organisk tillväxt i basscenariot.
Rörelsekapital, % av omsättningsökningen	18,0%	Som i prognosen och DCF:en.
WACC	12,4%	Koncernens avkastningskrav, fliken DCF.

AVKASTNING OCH VÄRDESKAPANDE PER FÖRVÄRV		
EBITA efter förvärvet	6,8	
Investerat kapital	33,0	Köpeskilling för Calviks andel inklusive transaktionskostnader.
Rörelseresultat efter skatt (NOPAT), år 1	4,2	Avskrivningar antas motsvara investeringar och leasing, som i DCF:ens restvärde.
Avkastning på investerat kapital (ROIC)	**12,9%**	
Avkastningskrav (WACC)	12,4%	
Spread: ROIC − WACC	**0,5%**	Positiv spread = förvärven skapar värde.
Fritt kassaflöde år 1	4,0	NOPAT minus rörelsekapital för tillväxten.
Värde av förvärvat bolag inom koncernen	38,4	Kassaflödet diskonterat med WACC, Gordons tillväxtmodell.
Skapat värde per förvärv (NPV)	**5,4**	
Skapat värde per investerad krona	*0,17*	
Break-even-köpmultipel (NPV = 0), på säljarens EBITA	*5,8x*	Förvärv under denna multipel skapar värde med antagen nedgång och WACC.
Jämförelse: NPV per förvärv om säljarens EBITA håller och pris	*15,5*	Prognosens antaganden.

MSEK	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	Kommentar
Antal förvärv	3	3	3	3	3	Basscenariots takt om tre förvärv per år förlängs till 2031.
Investering i förvärv	98,9	98,9	98,9	98,9	98,9	Finansieras med kassaflöde och lån; ingen nyemission antas.
Skapat värde vid förvärvstidpunkten	16,3	16,3	16,3	16,3	16,3	
Diskonteringstid (år)	*0,67*	*1,67*	*2,67*	*3,67*	*4,67*	Halvårskonvention, som i DCF:en.
Diskonteringsfaktor	*0,925*	*0,823*	*0,732*	*0,651*	*0,579*	

TWINFLOWER CAPITAL

Bilaga 1.5 – Antaganden i basscenariot

TWINFLOWER CAPITAL | CALVIKS AB (PUBL)

Antaganden basscenario

Vinröd text = inmatat värde. Rosa fält = nyckelantagande att ändra. Belopp i MSEK om inget annat anges.

Antagande	Värde	Källa / kommentar
SCENARIO (BASSCENARIO)		
Organisk tillväxt per år	6,0%	Basscenario enligt Twinflower Capital. Bolagets mål ≥ 8 %, utfall H1 2026 6,8 %, Carnegie ≈ 5 %.
Antal nya förvärv per år (2027 och 2028)	3	Basscenario enligt Twinflower Capital: tre normalstora förvärv per år.
Omsättning per normalstort förvärv	100,0	Median 102 / snitt 106 MSEK för tio förvärv nov 2025–okt 2026 exkl. Subshore (se fliken Referensförvärv).
EBIT per normalstort förvärv	8,0	Median 7,0 / snitt 8,9 MSEK för samma urval; 8 MSEK ≈ 8 % marginal.
Avskrivningar per förvärv	1,0	Antagande ≈ 1 % av omsättningen, i linje med de fem norska förvärven (EBITDA 119 − EBIT ≈ 106).
Köpmultipel EV/EBIT inkl. förväntade tilläggsköpeskillingar	4,5x	Median 4,4x / snitt 4,3x initialt för urvalet; Subshore 4,6x, fem norska ≈ 4,8x. 4,5x antas inkl. tilläggsköpeskillingar.
Ägd andel i nya förvärv	80,0%	Snitt 81 % i urvalet (norska förvärv 51–80 %, svenska 100 %).
Andel av året ett nytt förvärv bidrar första året	50,0%	Antagande: förvärv sprids jämnt över året.
UTGÅNGSLÄGE – BEFINTLIG KONCERN		
Nettoomsättning 2025A	1 340,6	Bokslutskommuniké 2025 / delårsrapport Q1 2026.
Nettoomsättning H1 2026, rapporterad	995,0	Delårsrapport Q2 2026.
EBITDA H1 2026, rapporterad	49,6	Delårsrapport Q2 2026.
Rörelseresultat H1 2026, rapporterat	35,8	Delårsrapport Q2 2026. Calviks EBIT ≈ EBITA.
Nettoomsättning H1 2026, pro forma	1 027,7	Delårsrapport Q2 2026.
EBITDA H1 2026, pro forma	52,1	Delårsrapport Q2 2026.
Nettoomsättning pro forma sep 2025–aug 2026, exkl. fem förvärv	2 109,0	Finansiell uppdatering 1 okt 2026.
EBITDA pro forma sep 2025–aug 2026, exkl. fem förvärv	112,0	Finansiell uppdatering 1 okt 2026.
DE FEM NORSKA FÖRVÄRVEN (SUBSHORE, DRIFT SØR, SAFE BEMANNING, ATRIUM PEOPLE, NØKKELPERSONELL)		
Omsättning, helår	1 426,0	Bolagets SEK-siffra: 3 535 − 2 109 MSEK (PM 12 okt / finansiell uppdatering 1 okt 2026).
EBITDA, helår	119,0	PM 12 okt 2026.
EBIT, helår (MNOK)	108,0	Summa av förvärvens kommunicerade EBIT (2025 resp. 2026E).
SEK per NOK	0,98	Bolagets egen implicita kurs (1 426 MSEK / 1 459 MNOK).
Andel av 2026 som konsolideras	16,7%	Antagande: tillträde ≈ 1 nov 2026 (likviddag obligation 23 okt, konkurrensgodkännande Subshore 13 okt).
Minoritetsägarnas andel av förvärvens EBIT (MNOK)	32,2	Subshore 30 % × 55, Drift Sør 30 % × 21, Safe Bemanning 40 % × 12, Atrium People 20 % × 13,5, NøkkelPersonell 30
FINANSIERING		
Nya obligationer, nominellt	650,0	PM 9 okt 2026.
STIBOR 3M	2,1%	Implicit ur bolagets uppgift: 57,5 + 8 = 65,5 MSEK / 650 = 10,08 % − 8 % marginal.
Räntemarginal	8,0%	PM 9 okt 2026.
Avskrivning emissionskostnader per år (ej kassapåverkande)	5,0	Antagande: ≈ 15 MSEK i kostnader över tre år (som i EV-bryggan).
Ränta på övrig skuld per år	6,0	Antagande: ≈ 5 % på övrig bruttoskuld ≈ 119 MSEK (414 − 295).
Ränteintäkter per år	1,4	Antagande: ≈ 1,5 % på kassa ≈ 96 MSEK.
Nettoskuld pro forma efter refinansiering och fem förvärv	756,0	Egen EV-brygga i analysen (inkl. uppskjutna köpeskillingar 83 MSEK).
Kassa (antas konstant)	96,0	Egen EV-brygga.
Finansnetto H1 2026 (uppskattat)	(26,0)	Härlett: Q2 resultat före skatt 7,4 mot EBIT 20,3 (−12,8); LTM-förändring enligt S&P Capital IQ.
Gamla obligationer, nominellt	295,0	PM 12 okt 2026.
Gamla obligationer, effektiv ränta	19,5%	PM 12 okt 2026.
Engångskostnad vid inlösen Q4 2026	(22,0)	Uppskattning: förskottsbetald ränta till apr 2027 (≈ 4,3 % × 295 ≈ 12,7) + ej periodiserad premie (≈ 10). Osäker.
SKATT, MINORITETER OCH KASSAFLÖDE		
Effektiv skattesats	28,0%	Antagande. Sverige 20,6 %, Norge 22 %, plus effekt av ränteavdragsbegränsningen (30 % av skattemässig EBITDA) på
Skattesats Norge (minoriteter i norska bolag)	22,0%	Norsk bolagsskatt.
Befintliga minoritetsintressen i resultatet, 2026	4,5	Antagande: VikarKompaniet 20 %, Batne 49 % m.fl.; S&P Capital IQ LTM 2,5 MSEK före dessa.
Rörelsekapital, andel av organisk omsättningsökning	18,0%	Kalibrerat mot Carnegie 2027e (−39 MSEK). Förvärvade bolag köps med normaliserat rörelsekapital.
Leasingbetalningar 2027	34,0	Som Carnegie 2027e. Kortfristig leasingskuld var 16,7 MSEK i juni 2026, före de fem förvärven.
Investeringar, andel av omsättningen	0,1%	Carnegie: capex/sales ≈ 0,0–0,1 %.
Antal aktier (miljoner)	5,450	Delårsrapport Q2 2026; ingen utspädning antagen.
Bolagets mål: bruttoskuld / EBITDA under	3,0x	Finansiella mål okt 2025, gäller 2027.
VÄRDERING		
Aktiekurs (SEK)	61,80	Stängningskurs 29 okt 2026 (calviks.se, fördröjd kurs). Uppdatera före publicering.
Minoritetsintressen i rörelsevärdet	165,0	Bokfört/avtalat värde i EV-bryggan i avsnittet om refinansiering. I peer-värderingen och DCF:en värderas minoriteterna i s

Ansvarsfriskrivning och intressekonflikter

Om analysen

Analysen är skriven av Oscar Paijkull för Twinflower Capital. Den färdigställdes och publicerades första gången den 3 november 2026. Analysen bygger på offentligt tillgänglig information fram till och med den 29 oktober 2026, bland annat Calviks delårsrapporter, årsredovisning, pressmeddelanden och obligationsprospekt, uppgifter från S&P Capital IQ samt Twinflower Capitals egna bedömningar och prognoser. Samtliga kursangivelser avser Calviks aktiekurs om 61,80 SEK den 29 oktober 2026.

Rekommendationen Long innebär att vi bedömer att aktien är undervärderad och har en betydande uppsida till vårt motiverade värde. Det motiverade värdet om 91 SEK per aktie är ett genomsnitt med lika vikt av en relativvärdering mot noterade bemanningsbolag, baserad på EV/EBITA för 2027, och en kassaflödesvärdering inklusive värdet av framtida förvärv. Värderingen och de viktigaste antagandena beskrivs i avsnittet Värdering och i bilaga 1.1–1.5. Det motiverade värdet avser slutet av 2027 och är vår bedömning av aktiens värde, inte en prognos för aktiekursen vid en viss tidpunkt. Analysen är oberoende och har inte lämnats till Calviks före publicering.

Intressekonflikter

Oscar Paijkull och övriga analytiker som har medverkat i analysen äger aktier i Calviks. Innehavet innebär att analytikerna har ett eget ekonomiskt intresse av att aktiekursen stiger, vilket läsaren bör beakta. Inget enskilt innehav överstiger 0,5 procent av aktierna i bolaget, och Twinflower Capital som bolag äger inga aktier i Calviks. Analytikerna omfattas inte av några begränsningar för handel i aktien och kan köpa eller sälja aktier i Calviks både före och efter publiceringen. Twinflower Capital har inte fått någon ersättning från Calviks för analysen och har inget uppdrag åt bolaget.

Ansvarsfriskrivning

Analysen är framtagen enbart i informationssyfte och utgör inte investeringsrådgivning eller en uppmaning att köpa eller sälja värdepapper. Den tar inte hänsyn till enskilda läsares ekonomiska situation, mål eller riskvilja. Den som fattar ett investeringsbeslut gör det på eget ansvar och bör vid behov söka rådgivning.

Informationen i analysen kommer från källor som vi bedömer som tillförlitliga, men vi kan inte garantera att den är korrekt eller fullständig. Analysen innehåller prognoser och bedömningar om framtiden som är förenade med osäkerhet, och det faktiska utfallet kan avvika väsentligt. Historisk avkastning är ingen garanti för framtida avkastning. En investering i aktier är förenad med risk, och en investerare kan förlora hela det investerade beloppet. Risken är särskilt stor i mindre bolag med låg handelsvolym, som Calviks.

Twinflower Capital och analytikerna ansvarar inte för direkta eller indirekta förluster som uppstår till följd av beslut som fattas på grundval av analysen. Analysen återspeglar våra bedömningar vid tidpunkten för publicering och kan komma att ändras utan förvarning. Vi har ingen skyldighet att uppdatera analysen. Analysen får inte återges eller spridas, helt eller delvis, utan Twinflower Capitals medgivande.