TWINFLOWER CAPITAL

KOMMENTAR · DELÅRSRAPPORT Q3 2026 · 12 NOVEMBER 2026

Calviks Q3: Rekordkvartal – men hur mycket når aktieägarna?

Omsättningen fördubblades och rörelsemarginalen steg till 6,3 procent, men kassaflödet var negativt och en växande del av vinsten tillfaller minoritetsägare.

Sverige | Kompetensförsörjning | Nasdaq First North | Analytiker: **Oscar Paijkull**

Calviks, en förvärvsdriven koncern inom kompetensförsörjning, publicerade den 12 november 2026 sin rapport för årets tredje kvartal. Kvartalet är bolagets starkaste hittills, drivet av en hög förvärvstakt i Norge och stigande marginaler, medan kassaflödet från den löpande verksamheten var negativt. Nedan följer våra viktigaste iakttagelser från rapporten, med motsvarande period föregående år inom parentes:

- Nettoomsättningen uppgick till 716,2 MSEK (356,1), motsvarande en ökning om 101 procent. Den organiska tillväxten uppgick till 8,7 procent (2,5).
- EBITDA uppgick till 52,9 MSEK (20,0), motsvarande en EBITDA-marginal om 7,4 procent (5,6).
- Rörelseresultatet uppgick till 45,0 MSEK (14,7), motsvarande en rörelsemarginal om 6,3 procent (4,1).
- Resultat per aktie uppgick till 2,34 SEK (1,12), och till 3,37 SEK justerat för refinansieringspremien på obligationen.
- Kassaflödet från den löpande verksamheten uppgick till −51,7 MSEK (−15,6).
- Likvida medel uppgick till 171,9 MSEK (58,3) och soliditeten till 7 procent (14).
- Pro forma för januari–september uppgick nettoomsättningen till 2 516 MSEK och EBITDA till 174,5 MSEK.

Norge lyfter både tillväxt och marginal

Fördubblingen av omsättningen förklaras främst av förvärv, där Subshore ingår från den 1 juli, NøkkelPersonell från den 1 augusti och Drift Sør från den 1 september. Förvärven har ännu inte fått fullt genomslag. Från och med det fjärde kvartalet ingår de under hela perioden tillsammans med Atrium People, medan Safe Bemanning väntas tillträdas före årsskiftet. Pro forma uppgick kvartalets rörelseresultat till 51,4 MSEK, motsvarande en marginal om 6,6 procent.

Negativt kassaflöde vid kvartalsskiftet

Kassaflödet tyngdes enligt bolaget av att en kundinbetalning om cirka 81 MSEK förföll den 30 september men betalades först den 5 oktober. Justerat för detta hade kassaflödet varit omkring 29 MSEK, att jämföra med en EBITDA om 52,9 MSEK. Kassan om 171,9 MSEK ger också en något för ljus bild, eftersom den innehåller cirka 127 MNOK i förvärvad kassa från de norska bolagen, vars köpeskillingar om cirka 198 MNOK betalades först efter periodens slut.

Lägre kapitalkostnad, större minoritetsandel

De finansiella kostnaderna uppgick till 21,0 MSEK (6,1), nära hälften av rörelseresultatet. Efter kvartalets slut har Calviks ersatt de tidigare obligationerna om 295 MSEK, som löpte med en effektiv årsränta om 19,5 procent, med nya obligationer om 650 MSEK till tre månaders STIBOR plus 8,0 procentenheter. Enligt bolaget ökar den årliga räntekostnaden med endast cirka 8 MSEK. Av kvartalets resultat tillföll däremot 7,7 MSEK (0,2), eller 38 procent, minoritetsägare, eftersom Calviks förvärvar 70 procent av aktierna i flera av de norska bolagen. Resultat per aktie ökade därför med 109 procent, mot 207 procent för rörelseresultatet.

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

Twinflowers syn på rapporten

Vi har en positiv syn på rapporten. Den bekräftar de tre drivkrafter som vår analys av Calviks vilar på: organisk tillväxt, stigande marginal och lägre finansieringskostnader. Utfallet ligger också över vår prognos för 2026 om 102 MSEK i EBITA, då 80,8 MSEK redan är redovisade efter nio månader. Det beror dock till stor del på att de norska förvärven konsolideras tidigare än vi antog. Viktigare är att rörelseresultatet pro forma för nio månader motsvarar cirka 198 MSEK i årstakt, vilket ger stöd för vår prognos om 216 MSEK i EBITA för 2027.

Starkast för investeringscaset är den organiska tillväxten om 8,7 procent. Det är 0,7 procentenheter över bolagets guidning för helåret, 3,0 procentenheter högre än under andra kvartalet och klart över vårt antagande om 6 procent per år. För en serieförvärvare visar det att bolagen fortsätter att växa efter att de har förvärvats. Vi läser dock enskilda kvartalssiffror med viss försiktighet, då bolaget i september korrigerade andra kvartalets organiska tillväxt från 2,84 till 5,66 procent.

Rörelsemarginalen om 6,3 procent, som för Calviks i praktiken motsvarar EBITA-marginalen, kan jämföras med 3,6 procent under första halvåret. Lyftet är både mixeffekt och underliggande förbättring. Enligt vår beräkning står mixen, där norska bolag med högre marginaler späder ut lågmarginalaffären i konsultmäklaren ITC, för omkring 40 procent av ökningen och hade ensam gett cirka 4,7 procent. Resterande cirka 1,6 procentenheter, omkring 12 MSEK, är en förbättring som vår prognos inte räknar med, varav cirka 3 MSEK kommer från högre övriga rörelseintäkter. Rapporten redovisar inte resultat per bolag, så det går inte att avgöra om förbättringen sitter i de befintliga dotterbolagen eller i förvärven.

Mindre bra är hur lite av resultatet som ännu når aktieägarna, den fråga som vår analys kretsar kring. Även justerat för den försenade kundbetalningen blev mindre än hälften av EBITDA kassaflöde under årets första nio månader, omkring 47 MSEK av 102,4 MSEK. Minoritetsägarna tog 38 procent av kvartalets resultat, mot den tredjedel vi räknar med, och den effektiva skattesatsen var cirka 30 procent mot 28 procent i vår prognos. Med en soliditet om 7 procent är vinsten per aktie dessutom känslig: 10 MSEK högre eller lägre EBITA motsvarar cirka 1 SEK per aktie, eller 8–10 procent av vår prognos om 12,65 SEK för 2027, och en procentenhet högre STIBOR ungefär lika mycket.

Framgent följer vi tre saker i det fjärde kvartalet: om pro forma-siffrorna håller i rapporterade tal, om kassaflödet stärks när den förskjutna kundbetalningen inflyter och hur finansnettot ser ut efter refinansieringen. Finansnettot belastas då av en engångskostnad vid inlösen av de gamla obligationerna, som vi uppskattar till cirka 22 MSEK.

Sammantaget ser vi rapporten som ett kvitto på att förvärvsmodellen levererar operativt, med en organisk tillväxt över målet och en marginal som stiger mer än vad enbart förvärven förklarar. Svaret på hur mycket som når aktieägarna dröjer däremot till 2027, när det högre resultatet ska bli kassaflöde och vinst per aktie.

Om Calviks

Calviks är en svensk förvärvsdriven koncern inom kompetensförsörjning och närliggande specialisttjänster, med verksamheter inom rekrytering och interim, konsulttjänster, bemanning och utbildning samt redovisning. Koncernen har sitt ursprung i Job Solution Sweden, som grundades år 2015 av nuvarande VD Viktor Rönn, och omfattar i dag 58 dotterbolag och omkring 2 270 anställda i Sverige, Norge och Danmark. Aktien är sedan år 2022 noterad på Nasdaq First North Growth Market under kortnamnet CALVIK.

Ansvarsfriskrivning och intressekonflikter

Kommentaren är skriven av Oscar Paijkull för Twinflower Capital och publicerades den 12 november 2026. Den bygger på Calviks delårsrapport för det tredje kvartalet 2026, bolagets pressmeddelanden samt Twinflower Capitals egna bedömningar och prognoser, och bör läsas tillsammans med vår analys av Calviks från den 1 november 2026.

Oscar Paijkull äger aktier i Calviks och har därmed ett eget ekonomiskt intresse av att aktiekursen stiger, vilket läsaren bör beakta. Twinflower Capital som bolag äger inga aktier i Calviks. Twinflower Capital har inte fått någon ersättning från Calviks för kommentaren och har inget uppdrag åt bolaget.

Kommentaren 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. Historisk avkastning är ingen garanti för framtida avkastning, och en investering i aktier är förenad med risk. Kommentaren får inte återges eller spridas, helt eller delvis, utan Twinflower Capitals medgivande.