

2 juni 2026

## Zenergy – Rapportkommentar Q1

Det första kvartalet 2026 bekräftar bilden av ett bolag mitt i en fokuserad genomförandefas, där Zenergy tar konkreta steg för att omsätta den stärkta koncernstrukturen i faktisk projektleverans. Totala intäkter uppgick till 4,4 MSEK (9,6), medan resultatet fortsatt präglas av en uppbyggnadsfas där kapacitet och organisation anpassas inför en högre aktivitetsnivå. Samtidigt visar kvartalet flera underliggande förbättringar: täckningsbidraget stärktes till –1,6 MSEK (–2,2) och omkostnaderna minskade med drygt 0,4 MSEK jämfört med samma period föregående år.

### Framtidsutsikter

På projektsidan togs flera konkreta steg under kvartalet. Bygglov för bostadsprojektet Orsa Måsen 1 vann laga kraft, med en bedömd försäljningsvolym om cirka 50 MSEK, och säljstart genomfördes därefter för BRF Orsaparken, som mottagits med ett positivt initialt marknadsintresse. Efter periodens utgång erhöles bygglov för projektet i Värnamo, attefallshuset VRÅ 30 lanserades i samarbete med Estié Mardi, och en avsiktsförklaring ingicks avseende ett hotellprojekt i Karlskoga. Samtidigt har försäljningsarbetet inom Kaper Norden intensifierats i takt med en successivt ökande marknadsaktivitet, vilket kan ses som ett tidigt tecken på en gradvis vändning i byggmarknaden, även om beslutsprocesserna fortsatt beskrivs som långa.

### CAPALISE bedömer

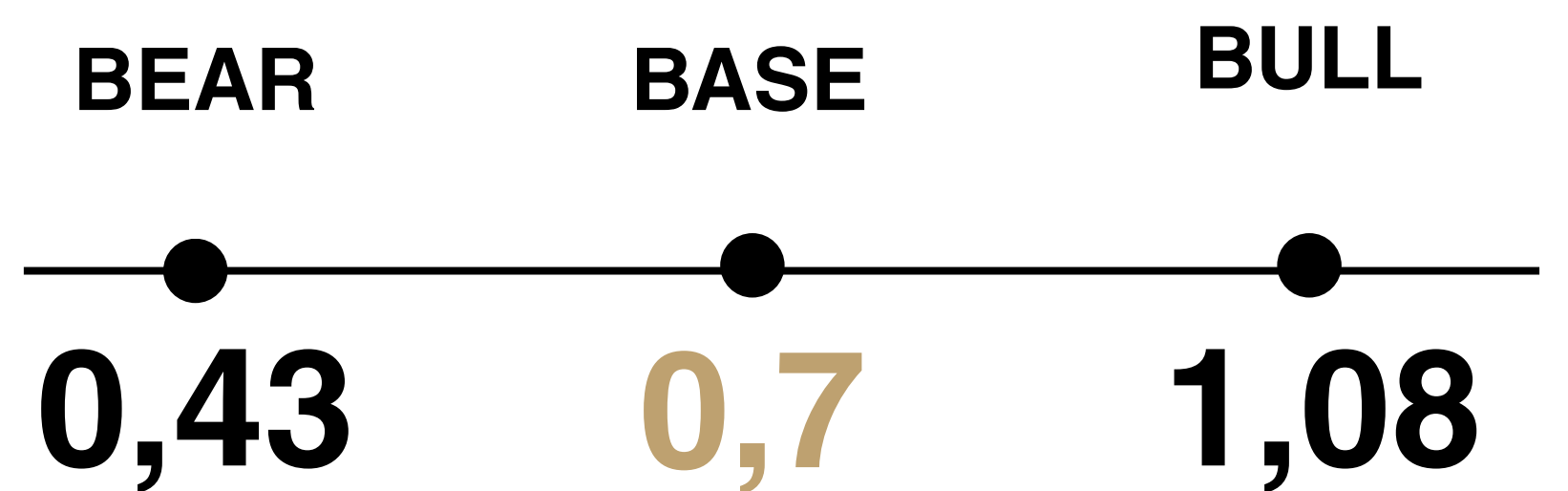
CAPALISE bedömer att Q1-rapporten bekräftar bilden av Zenergy som ett bolag där värdet i första hand ligger i projektportföljens genomförande snarare än i nuvarande kvartalsintjäning. De rapporterade siffrorna är fortsatt svaga, men den underliggande utvecklingen visar att bolaget tagit flera viktiga steg för att minska projekt- och genomföranderisken.

Vi ser fortsatt Värnamo som den enskilt viktigaste triggern på kort sikt. Bygglov efter periodens utgång innebär att ett centralt hinder nu är passerat. Därmed flyttas fokus mot finansiering, projektstart och faktisk produktion. Ett positivt besked kring Värnamo skulle enligt vår bedömning kunna förändra marknadens syn på bolagets riskprofil, eftersom projektet då går från utvecklingsfas till intäktsdrivande genomförande.

Samtidigt är den finansiella ställningen fortsatt ansträngd. Kassafloppet från den löpande verksamheten var negativt och den fria kassan är begränsad. Det gör att kommande kvartal blir viktiga för att visa att bygglov, säljstarter och avsiktsförklaringar kan omvandlas till bindande projekt, leveranser och betalningsflöden.

Vi behåller våra estimat oförändrade och upprepar vårt värderingsintervall om 0,43–1,08 SEK per aktie, med 0,7 SEK i base-scenariot.

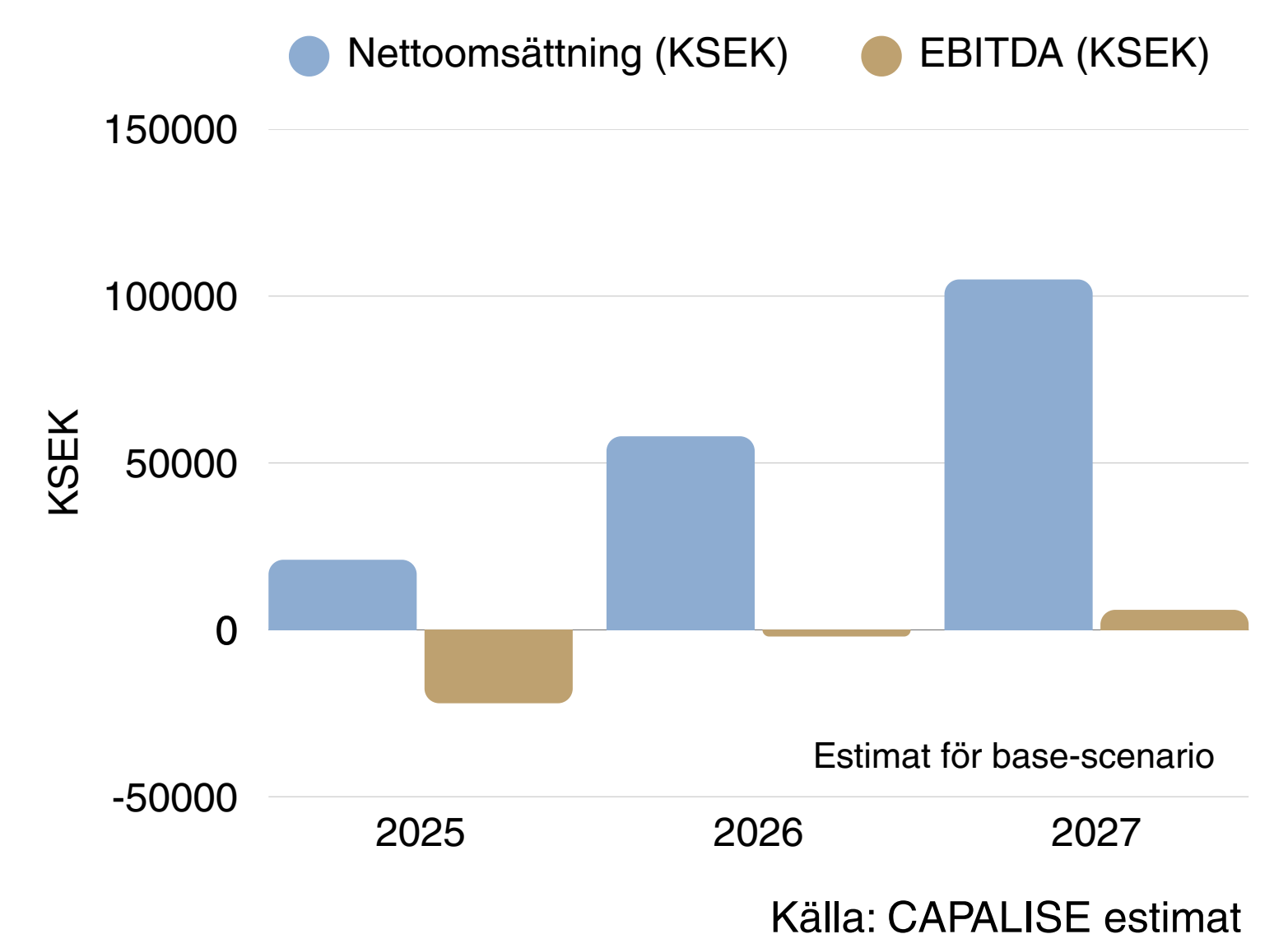
### VÄRDERINGSINTERVALL



### Fakta

Kurs:	0,1445
Börsvärde:	11,2
Antal aktier:	77 302 081
Lista	Spotlight Stock Market
VD:	Sebastian Gustafson
Kommande rapport:	2026-08-28

### Estimat



### Kursutveckling



### Huvudägare

Nordnet Pensionsförsäkring AB	24,35%
VIGGBYHOLMS GÅRD F. AB	9,83%
Bevaclean Aktiebolag	8,83%
JJV Investment Group AB	5,01%
Avanza Pension	4,12%

Uppdaterad: 31 mars 2026  
Källa: Millistream & Euroclear

### Analytiker

Felix Persson  
Felix.Persson@capalise.com

## Scenarioanalys- base

Zenergy går in i en fas där den centrala värdedrivaren är hur snabbt bolaget kan konvertera sin pipeline till projektstarter, leveranser och faktiska intäkter.

Värderingen baseras på en EV/EBITDA-ansats där 9x EV/EBITDA på 2027E används, eftersom 2027E i högre grad speglar ett mer normaliserat intjäningsläge

där en större del av pipeline bedöms vara realiserad i leveranser och där EBITDA blir mer representativt för den underliggande lönsamheten än under upptrappingsåren.

Estimatet bygger på ett base-scenario där fokus ligger på konverteringstakt och genomförande, vilket gör EBITDA till den mest relevanta värderingsbasen. När fler projekt går från order till leverans förbättras kostnadsabsorptionen, så en större del av omsättningsökningen får genomslag i resultatet. Värderingen handlar därför främst om bolagets förmåga att konvertera pipeline till uthållig lönsamhet fram mot 2027E.

## VÄRDERINGSINTERVALL

BEAR

BASE

BULL

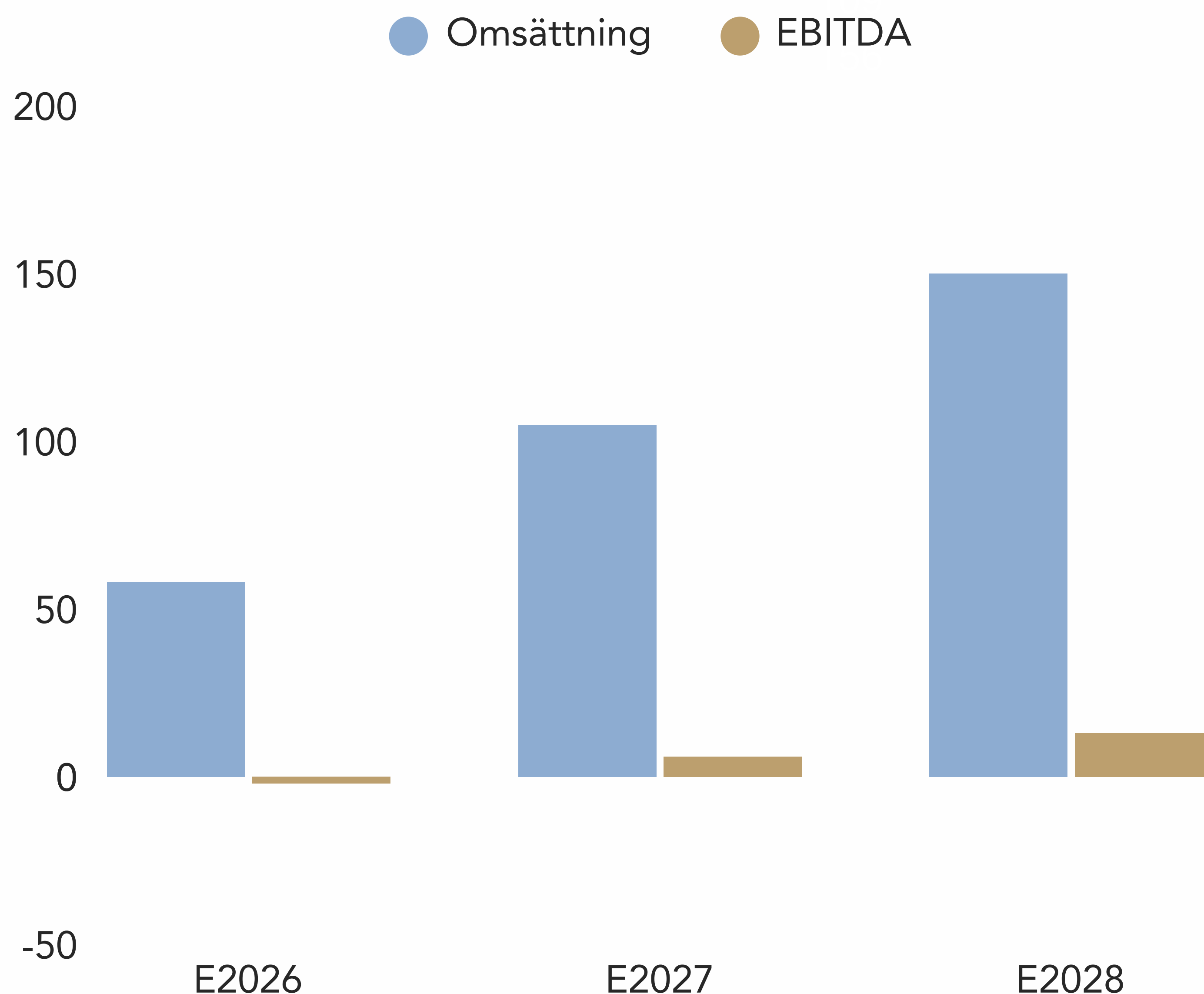
0,43

0,7

1,08

Scenario	EBITDA 2027E (MSEK)	EV/EBITDA	EV (MSEK)	Börsvärde (MSEK)
Bear	3,72	9x	33,48	31,68
Base	5,94	9x	53,46	51,66
Bull	9,12	9x	82,08	80,28

## Omsättningsestimat base-scenario



Källa: CAPALISE estimat

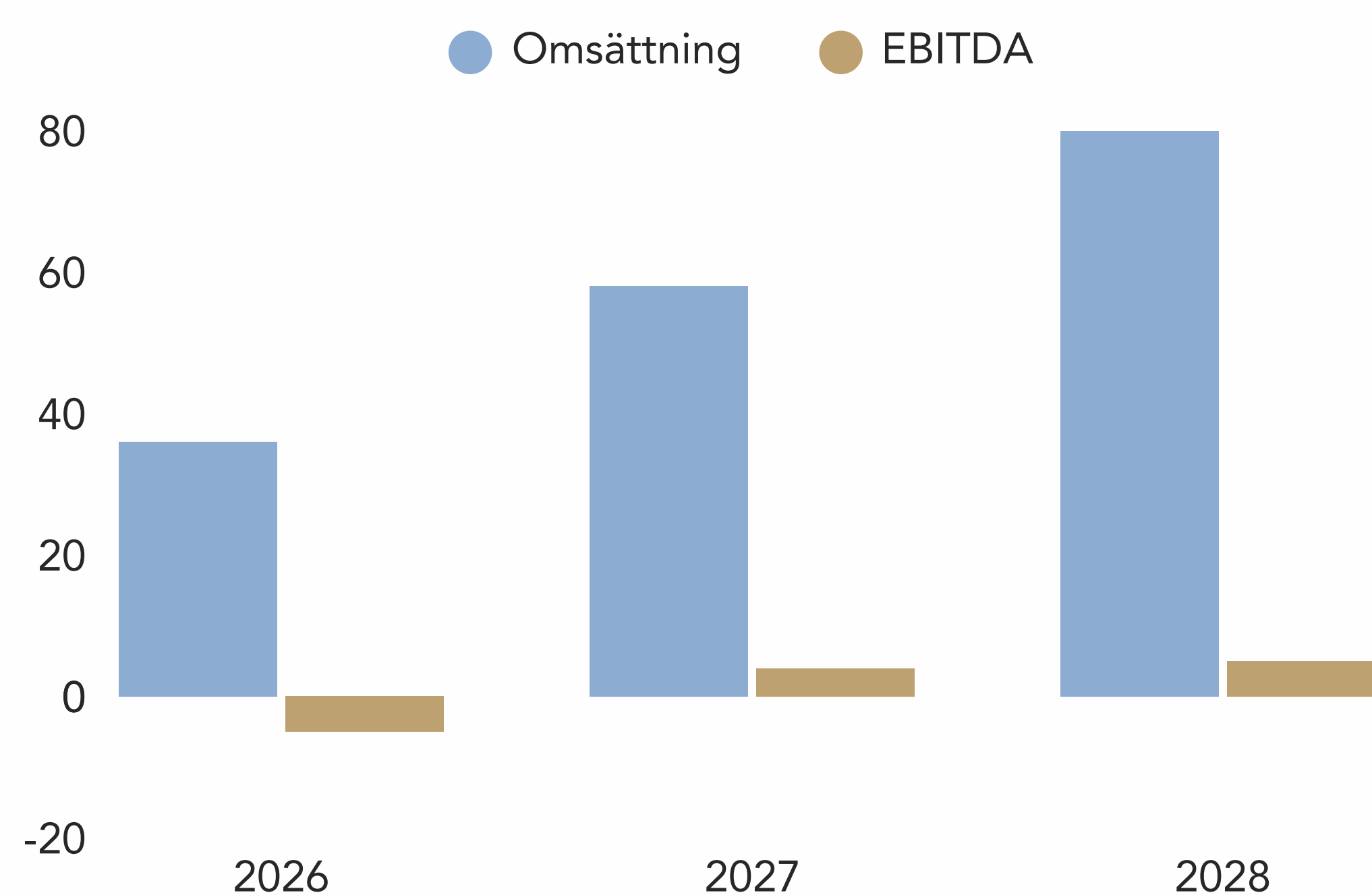
### Risker

- **Orderkonvertering:** Förseningar i affärsavslut och leveranser förskjuter intäkter.
- **Produktionskapacitet:** Om fabriken inte når önskad kvantitet hämmas intäkter och lönsamhet.
- **Finansiering:** Negativt kassaflöde kan öka behovet av extern finansiering och utspädning.

## BEAR

I Bear-scenariot utgår från att flera planerade leveranser förskjuts och att en mindre del av pipeline faktiskt konverteras till order. Det innebär att volymuppbyggnaden sker mer gradvis och att beläggningen i produktion och montage blir mer ojämn. Kapacitetsutnyttjandet blir därmed lägre, vilket ger svagare kostnadsabsorption per levererad enhet. Mot den bakgrunden antas omsättningen öka men i lägre takt och nå cirka 58 MSEK under 2027.

EBITDA-marginalen antas ligga kring 6 procent, motsvarande ett EBITDA-resultat på 3,72 MSEK, vilket innebär ett mer begränsat kassaflödesnära bidrag från rörelsen i relation till leveransvolymen. Det indikativa värdet per aktie i scenariot uppgår till cirka 0,43 kr.

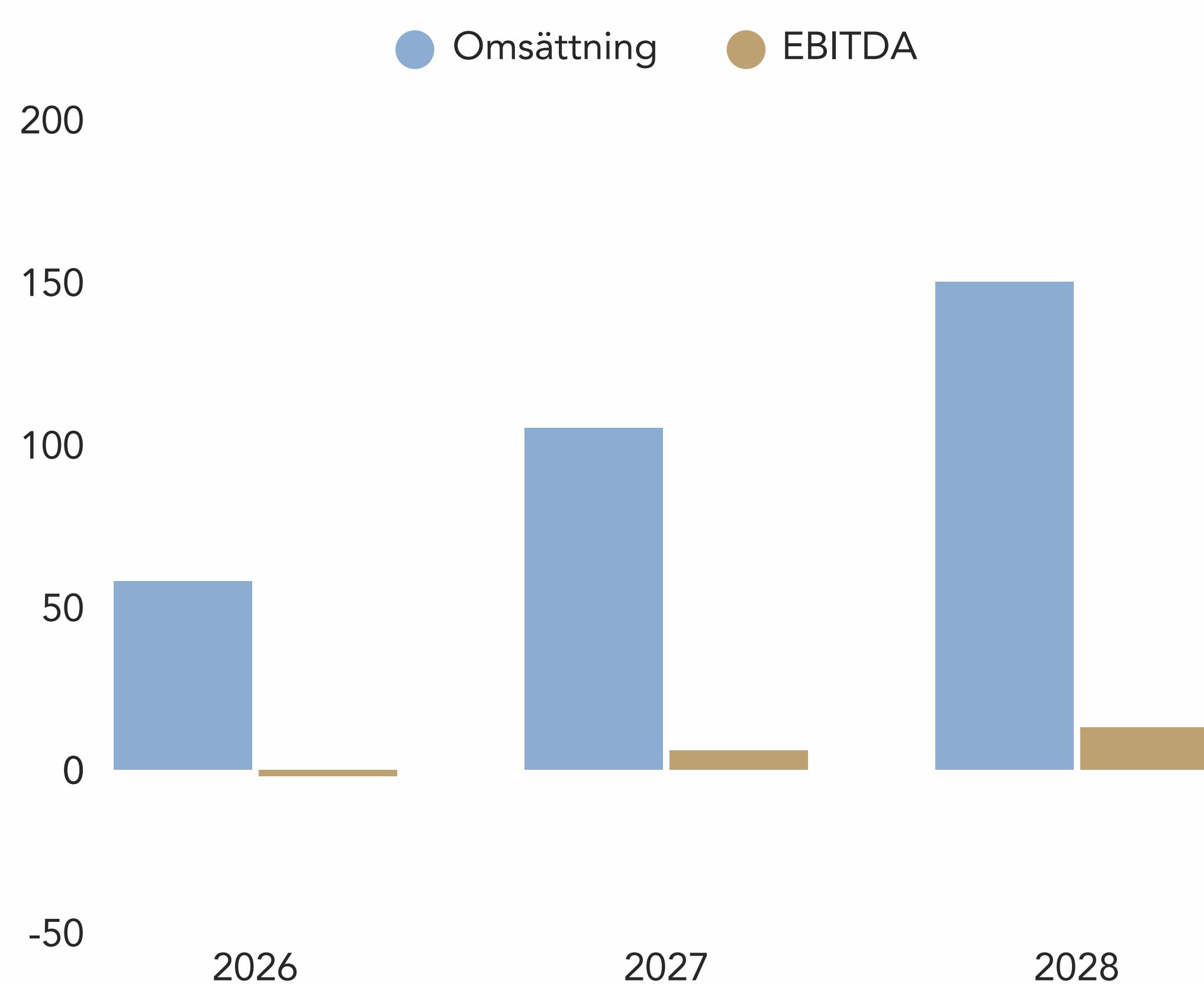


Källa: CAPALISE estimat

## BASE

Base-scenariot beskriver ett mer normaliserat förlopp där Zenergy löpande konverterar sin pipeline till faktiska leveranser utan större störningar i genomförandet. Det innebär att en större andel av de identifierade affärsmöjligheterna realiserar enligt plan, vilket ger ett stabilare kapacitetsutnyttjande och gör att volymerna bär en större del av kostnadsbasen. Leveranserna fördelas mer jämnt över tid, vilket stödjer effektiv resursanvändning och ökad skalbarhet. Mot den bakgrunden antas omsättningen nå cirka 105,3 MSEK under 2027.

EBITDA-marginalen antas ligga kring 6 procent, motsvarande ett EBITDA på 5,97 MSEK, vilket innebär att lönsamheten i högre grad speglar en jämnare drift och förbättrad kostnadsabsorption. Det indikativa värdet per aktie i base-scenariot uppgår till cirka 0,7 kr.

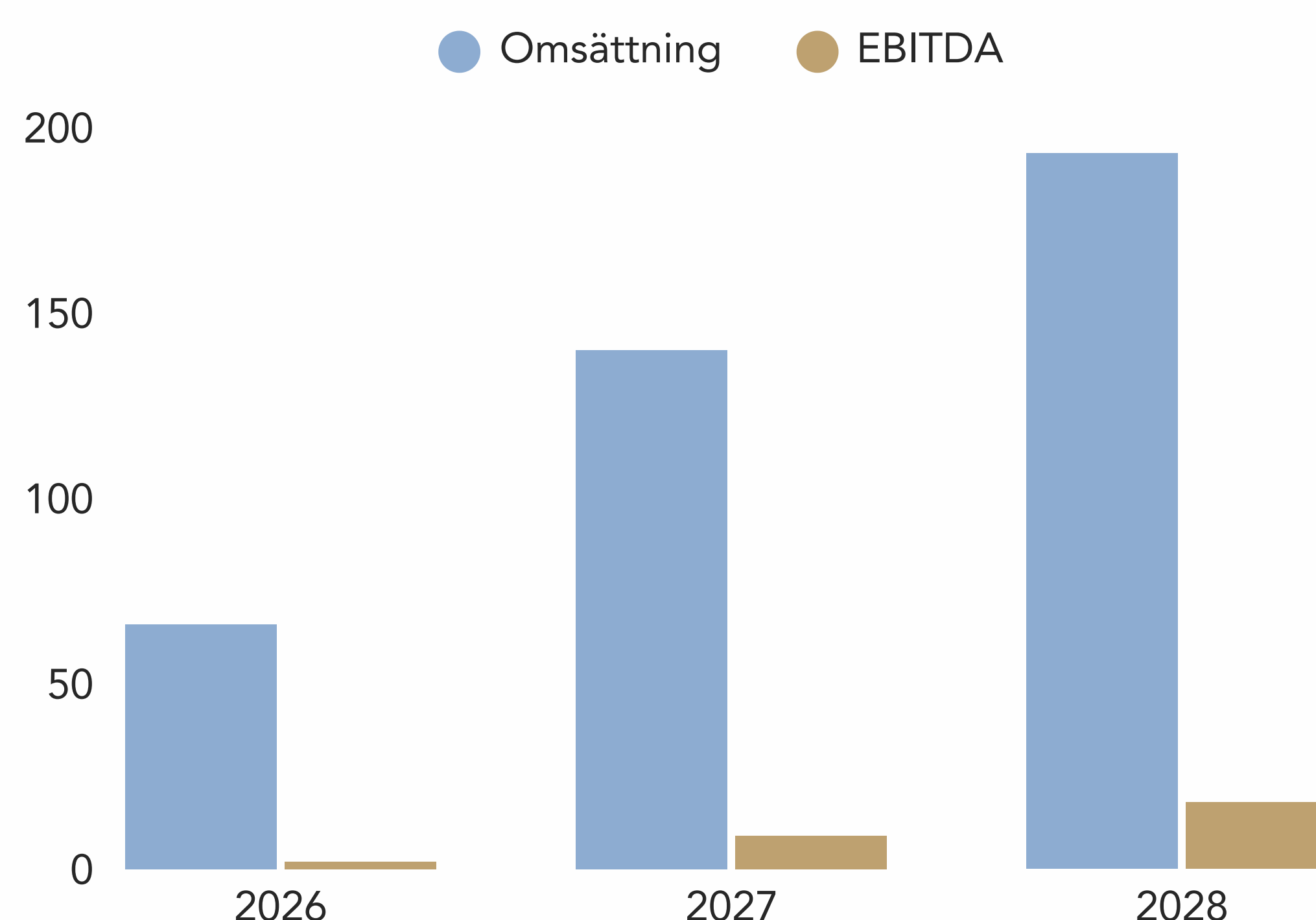


Källa: CAPALISE estimat

## BULL

Bull-scenariot förutsätter att Zenergy höjer konverteringsgraden och kortar ledtiderna, så att en större andel av pipeline blir faktiska order. Det ger högre genomströmning och en mer kontinuerlig beläggning i produktion och montage. I ett läge där byggbranschen tar fart på allvar och fler projekt går till byggstart stärks volymutvecklingen tydligt, vilket gör att fasta kostnader kan fördelas på fler leveranser och att kostnadsabsorptionen förbättras. Mot den bakgrunden antas omsättningen uppgå till cirka 140 MSEK under 2027.

EBITDA-marginalen antas ligga kring 6 procent, men på en högre volym, vilket ger ett EBITDA-resultat på 9,12 MSEK och ett tydligare kassaflödesnära överskott från den operativa modellen. Det indikativa motiverade värdet per aktie uppgår till cirka 1,08 kr.



Källa: CAPALISE estimat

## Positionerat för lönsam tillväxt

Zenergy går in i 2026 efter ett omställnings- och uppbyggnadsår, med en bredare koncernstruktur och en stärkt projektportfölj som grund för nästa tillväxtfas. Helåret 2025 visade en strukturell vändning, präglad av genomförda förvärv och återstartad produktion i fabriken i Skillingaryd, där totala rörelseintäkter uppgick till 20,8 MSEK (21,7). Genom förvärvet av Konzeptutvecklarna förändrades intäktsmixen och koncernstrukturen i grunden, vilket breddar projektportföljen och skapar förutsättningar för en mer integrerad och planeringsbar affärsmodell.

## Intäktsutveckling i Q1 2026

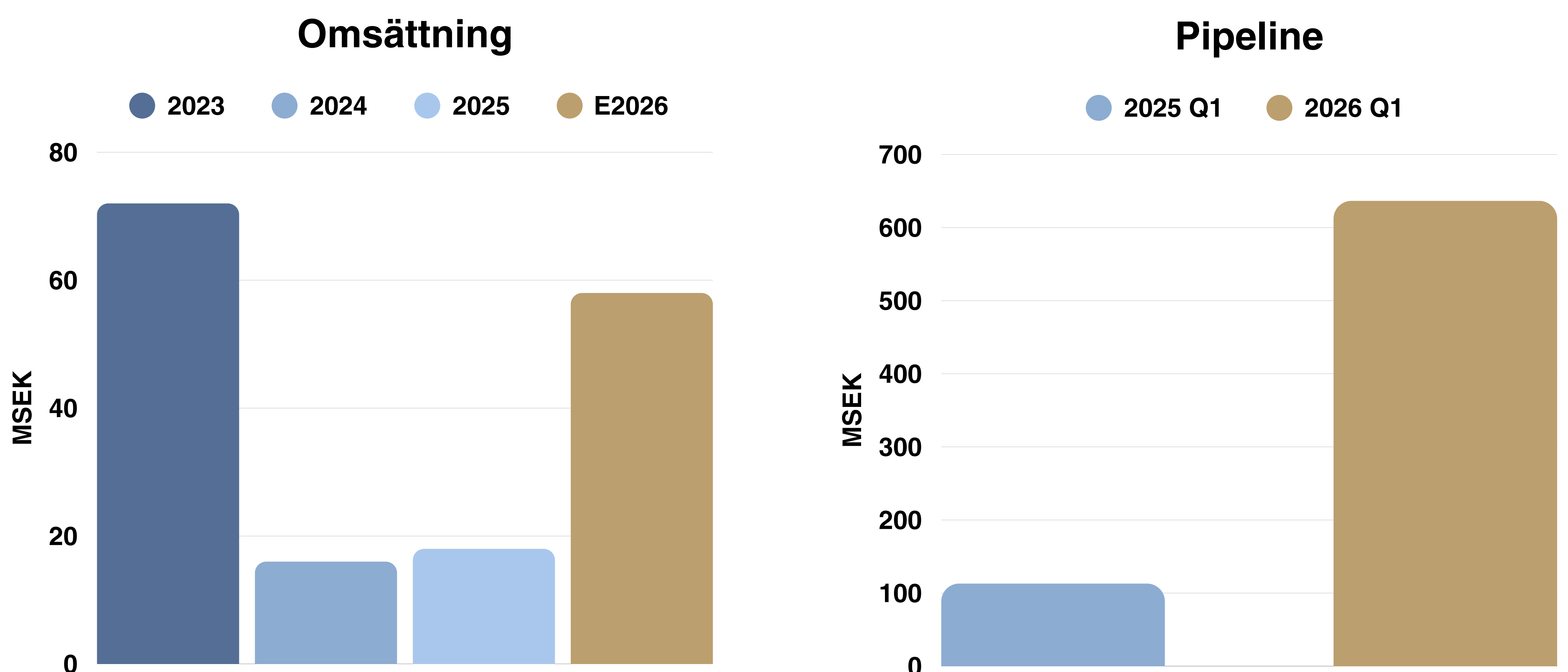
Totala intäkter i koncernen för första kvartalet 2026 uppgick till 4,4 MSEK (9,6). Den lägre nivån speglar främst tidpunkten för projektkonverteringen, flera projekt befinner sig i bygglovs-, finansierings- och säljstartsfas snarare än i löpande leverans. Med ett lagakraftvunnet bygglov för Orsa Måsen 1 och genomförd säljstart för BRF Orsaparken ligger en växande del av portföljen nu närmare faktisk byggstart, vilket bör synliggöras i intäkterna allteftersom projekten går in i produktion.

CAPALISE bedömer att kvartalets intäktsnivå bör tolkas i ljuset av affärsmodellens projektkaraktär, där intäkter realiserar vid byggstart och leverans snarare än jämnt över året. Den växande pipeline och de konkreta bygglovsstegen under kvartalet stärker bilden av ett starkare omsättningsgenomslag längre fram under 2026 och 2027.

## Projektportföljen är fortsatt kärnan i caset

Under kvartalet vann bygglovet för Orsa Måsen 1 laga kraft. Projektet har en bedömd försäljningsvolym om cirka 50 MSEK och utgör ett viktigt steg i Zenergys strategi att utveckla egna bostadsprojekt inom koncernen. Säljstarten av BRF Orsaparken stärker dessutom bevisläget för att bolaget kan ta projekt vidare från planering till marknadsbearbetning.

Efter kvartalet erhöles även bygglov för Värnamo. Detta är enligt CAPALISE en av rapportens viktigaste punkter, eftersom det tydligt stärker genomförandeförutsättningarna i ett större projekt. När bygglov är på plats blir nästa steg finansiering och byggstart, vilket är de avgörande faktorerna för att projektet ska börja bidra till omsättning och kassaflöde.



Källa: CAPALISE estimat

## Kassaflödesutveckling

Det totala kassaflödet i koncernen för Q1 2026 uppgick till  $-1,0$  MSEK (0,7). Kassaflödet från den löpande verksamheten var  $-4,1$  MSEK ( $-2,1$ ), medan finansieringsverksamheten bidrog med  $3,2$  MSEK ( $-0,7$ ). Det innebär att utbetalningar i den dagliga verksamheten, tillsammans med förändringar i rörelsekapital, pressade kassaflödet under kvartalet, samtidigt som den externa finansieringen stärkte likviditeten och säkrade fortsatt genomförande av planerade leveranser.

CAPALISE bedömer att kassaflödet från den löpande verksamheten gradvis bör förbättras framöver, primärt drivet av att projektportföljen konverteras till faktiska byggstarter och leveranser. När fler projekt går in i produktion och börjar faktureras stärks inflödena, vilket successivt kan minska beroendet av kortsiktig extern finansiering.

## Rörelsekapital och operativ bindning

Omsättningstillgångarna uppgick till  $21,5$  MSEK vid periodens utgång. Varulagret, inklusive pågående arbeten, uppgick till  $9,3$  MSEK, medan kundfordringar uppgick till  $4,1$  MSEK. Detta innebär att en betydande del av bolagets kapital är bundet i rörelsekapital, vilket är vanligt i en projektbaserad verksamhet men samtidigt skapar likviditetspress när volymerna är låga.

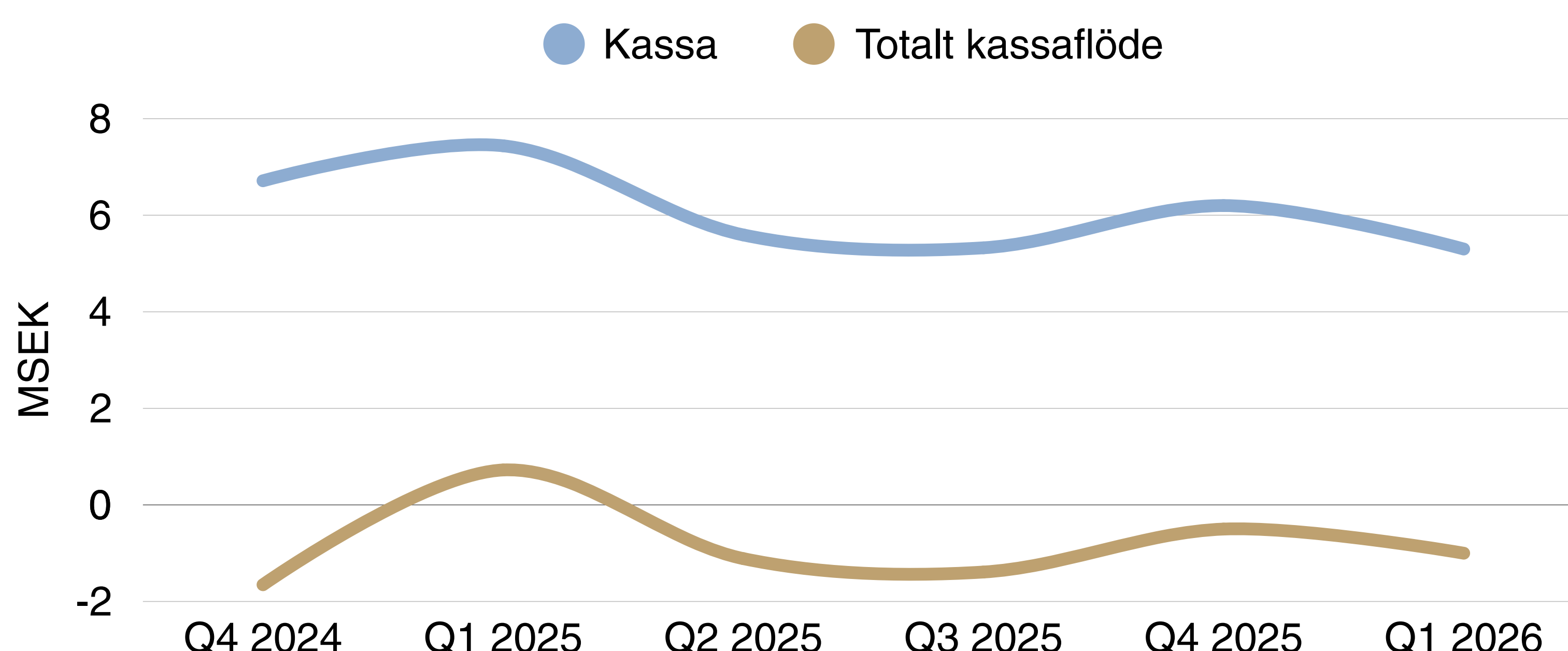
För Zenergy blir det därför viktigt att förbättra kapitalomsättningen i takt med att projekten går framåt. När fler projekt går till byggstart och fakturering kan rörelsekapitalet börja arbeta mer effektivt. Detta är centralt för att minska behovet av kortfristig finansiering.

## Likviditet och kapitalstruktur

Det egna kapitalet i koncernen uppgick till  $6,8$  MSEK vid periodens utgång. Koncernens kortfristiga skulder uppgick till  $24,3$  MSEK, varav övriga kortfristiga skulder uppgick till  $13,8$  MSEK. Av dessa var  $8,8$  MSEK räntebärande. Koncernen har ingen långfristig upplåning.

Balansräkningen visar därmed att Zenergy har en relativt begränsad kapitalbuffert. Samtidigt innebär den låga långfristiga skuldsättningen att ett förbättrat operativt kassaflöde snabbt kan få stor effekt på den finansiella ställningen. Det förutsätter dock att bolaget lyckas ta projektportföljen vidare till intäktsgenererande leveranser.

CAPALISE bedömer att finansieringsfrågan fortsatt är nära kopplad till projektgenomförandet. Ju snabbare bolaget kan ta Värnamo, Orsa och övriga projekt vidare, desto större blir möjligheten att minska beroendet av extern kapitaltillförsel.



Q1 2026 utföll i linje med vår syn på Zenergy som ett bolag i en genomförande- och uppskalningsfas, och vi gör inga justeringar av våra estimat till följd av rapporten. Den lägre intäktsnivån i kvartalet är förenlig med affärsmodellens projektkaraktär, där intäkter realiserar vid byggstart och leverans, och den förbättrade kostnadsbilden ligger i linje med det kvartalsvisa kostnadsuttag vi modellerat.

### Utgångspunkter och prognoslogik

Estimatet bygger på en stegvis upptrappning där intäkterna växer i takt med att fler projekt går från planering till genomförande och faktiska leveranser. Antagandet är att en stor del av kostnadsbasen redan är på plats. När omsättningen ökar följer därför inte kostnaderna med i samma takt. Det gör att en stor del av tillväxten kan ge ett tydligt lyft i rörelseresultatet när volymerna skalar.

Från 2026E antas pipelinen börja konverteras i högre takt, vilket ger en tydligare volymuppväxling. Under 2027E antas leveranserna bli mer stabila och jämnt fördelade över året. Under 2028E antas denna stabilitet stärkas ytterligare. Det ger bättre planering, bättre kapacitetsutnyttjande och högre lönsamhet.

### Intäktsutveckling och volymuppväxling

2026E väntas volymen öka tydligt, drivet av högre projektkonvertering och en gradvis återhämtning i byggmarknaden. Det stärker omsättningsbasen och gör att fasta kostnader kan fördelas över fler leveranser. Det förbättrar marginalerna stegvis. Under 2027E antas leveranserna bli mer stabila och jämnt fördelade över året, vilket gör intäkterna mindre beroende av enskilda projekt och tidpunkter för fakturering. Under 2028E antas intäktsbasen stärkas ytterligare genom att bolaget i högre grad driver in egna projekt. Det innebär mer kontroll över projektflödet och en jämnare orderingång. Det ger också bättre möjlighet att styra projektmixen mot affärer med bättre lönsamhet. Sammantaget gör det att en större del av omsättningsökningen kan ge direkt effekt på resultatet.

### Kostnadsbild och operativ hävstång

I takt med att beläggning och leveranstakt förbättras ökar utrymmet för en mer normal marginalnivå. Det är den viktigaste drivkraften bakom resultatförbättringen i 2026E och 2027E. Under 2028E antas effekten bli ännu tydligare genom högre volym, bättre mix och mer effektiv produktion.

KSEK	E2026	E2027	E2028
<b>Rörelsens intäkter</b>			
Nettoomsättning	58 317	105 287	150 643
%y-o-y	139%	81%	43%
Övriga rörelseintäkter	4 512	5 073	5 569
	<b>62 829</b>	<b>110 360</b>	<b>156 212</b>
<b>Rörelsens kostnader</b>			
Kostnader för produktion	-40 363	-79 456	-94 927
Omkostnader	-24 733	-24 967	-48 389
Avskrivningar	-2 533	-3 017	-5 465
	<b>-67 629</b>	<b>-107 440</b>	<b>-148 781</b>
<b>Rörelseresultat</b>	<b>-4 800</b>	<b>2 920</b>	<b>7 431</b>

## Ansvarsbegränsning

Detta material har framställts av CAPALISE i informationssyfte för allmän spridning och är inte avsett att utgöra finansiell rådgivning eller en uppmaning att köpa, sälja eller behålla finansiella instrument. Informationen bygger på källor, data och uppgifter som CAPALISE bedömer som tillförlitliga, men ingen garanti lämnas för riktighet, fullständighet eller framtida utfall. Prognoser, scenarier (Bear/Base/Bull) och estimat är subjektiva bedömningar och innehåller alltid osäkerhet.

Investeringsbeslut som fattas med stöd av detta material sker självständigt och på egen risk.

Finansiella instrument kan både öka och minska i värde. Historisk avkastning är ingen garanti för framtida avkastning. Det finns risk att hela eller delar av det investerade kapitalet förloras. CAPALISE åtar sig inte att uppdatera, revidera eller korrigera materialet efter publicering. CAPALISE och dess företrädare fransäger sig allt ansvar för förlust eller skada, av vilket slag det vara må, som grundar sig på nyttjande av detta material.

## Opartiskhet och intressekonflikter

CAPALISE, eller personer med koppling till CAPALISE, äger aktier i det analyserade bolaget. Analysen är framtagen med ambitionen att vara saklig, relevant och baserad på tillgänglig information.

Detta är en uppdragsanalys, vilket innebär att CAPALISE har erhållit ersättning från det analyserade bolaget för att ta fram materialet. Bolaget har faktagranskat sakuppgifter men inte haft någon möjlighet att påverka CAPALISE:s bedömningar, slutsatser eller värderingar.

## Användning av AI-baserat analystöd

I arbetet med denna analys har CAPALISE använt språk- och analysverktyg baserade på artificiell intelligens som stöd i delar av arbetsprocessen, exempelvis vid textstrukturering och informationsbearbetning. Samtliga bedömningar, slutsatser och värderingsantaganden har dock utformats och fastställts manuellt av CAPALISE. AI-stödet har enbart använts för effektivisering och har inte ersatt den professionella analysen.

## Scenarier och rekommendationsram

CAPALISE använder scenariobeskrivningar Bear / Base / Bull för att åskådliggöra osäkerhetsintervall och centrala värde drivare.

- Bear: Pessimistiskt scenario – antaganden som talar för negativ utveckling.
- Base: Huvudscenario – CAPALISE:s bedömda basantaganden.
- Bull: Optimistiskt scenario – antaganden som talar för positiv utveckling.

Scenarierna är inte investeringsrekommendationer, utan analytiska verktyg för att belysa möjliga utfall.

## Rådgivningsfriskrivning

Detta material ersätter inte en personlig behovsanalys. Läsaren uppmanas att inhämta ytterligare information, göra egen analys och vid behov konsultera en licensierad finansiell rådgivare innan investeringsbeslut.

## Upphovsrätt

© CAPALISE 2026. Alla rättigheter förbehålls.

Materialet är upphovsrättsligt skyddat och tillhör CAPALISE. Delning och spridning är tillåten i oförändrad form med angivande av källa. Bearbetning, publicering eller kommersiell användning utöver detta kräver skriftligt medgivande från CAPALISE.