

29 April 2026

Xoma – Rapportkommentar Q1 2026

Xoma inleder 2026 med tydlig operativ framdrift och ett avgörande steg mot industriell implementering. Under det första kvartalet har fokus legat på att omsätta tidigare tekniska verifieringar till konkreta projekt i industriell miljö, där utvecklingen i samarbetet med Boliden Rönnskär utgör den enskilt viktigaste drivaren.

Väsentliga händelser under 2026

Efter kvartalets utgång rapporterade Xoma att bolaget går vidare med byggnationen av sin första pilotanläggning vid Boliden Rönnskär, vilket markerar ett avgörande steg i övergången från teknisk verifiering till industriell implementering. Parallellt har bolaget initierat nya testprojekt tillsammans med en global aktör inom metallurgi, samtidigt som arbetet med att bredda den industriella pipeline fortgår.

Parallellt fortsätter arbetet med att separera CLAS-verksamheten, vilket ytterligare renodlar fokus på FLOW och skapar förutsättningar för en mer riktad kommersialiseringsstrategi.

CAPALISE bedömning

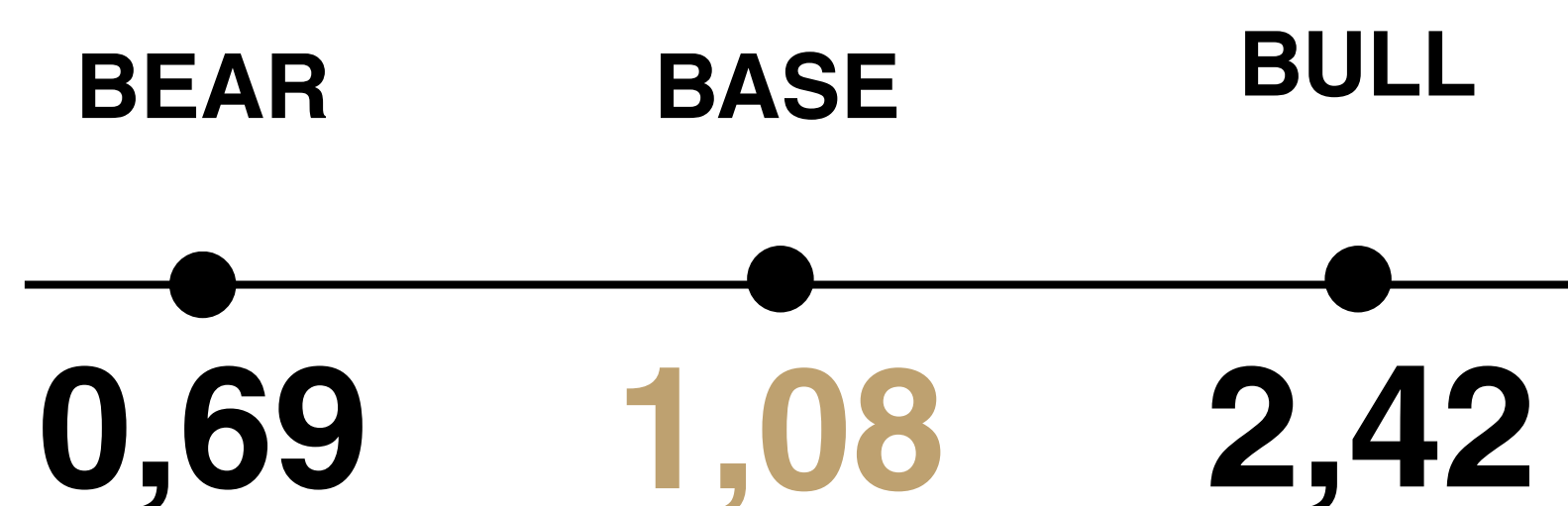
CAPALISE bedömer att Xoma nu tar ett tydligt steg från teknisk validering till industriell implementering. Beskedet om att bolaget går vidare med byggnationen av sin första pilotanläggning vid Boliden Rönnskär är enligt vår bedömning den viktigaste händelsen i rapporten och markerar ett skifte i caset. FLOW ska nu valideras i en relevant industriell miljö, under verkliga driftsförhållanden och med en industriell motpart som har höga krav på prestanda, stabilitet och skalbarhet.

I kombination med nya testprojekt och en bredare pipeline av industriella dialoger ser vi ökade förutsättningar för att Xoma under de kommande 12–24 månaderna kan börja konvertera teknisk validering till intäktsgenererande affärer. Det centrala framåt blir därför inte enbart nya testresultat, utan huruvida bolaget kan visa betalningsvilja hos industriella kunder och ta nästa steg mot återkommande intäkter.

Samtidigt är det viktigt att betona att Xoma fortsatt befinner sig i en tidig kommersialiseringsfas. Rapporten ska därmed främst ses som ett kvitto på ökad aktivitetsnivå och fortsatt investering i FLOW, snarare än ett mått på etablerad försäljning. Den kommersiella valideringen bör rimligen kunna börja synas först när pilotanläggningen har varit i drift och bolaget kan visa betalningsvilja, driftdata och potentiella nästa steg från industriella kunder.

Sammantaget bedömer vi att utvecklingen stärker sannolikheten för vårt base-scenario, där Xoma når ett första kommersiellt genombrott under 2027. Caset är fortsatt beroende av exekvering, men pilotbeskedet gör vägen till kommersialisering mer konkret än tidigare. Detta innebär att risken i caset successivt flyttas från teknisk genomförbarhet till kommersiell exekvering.

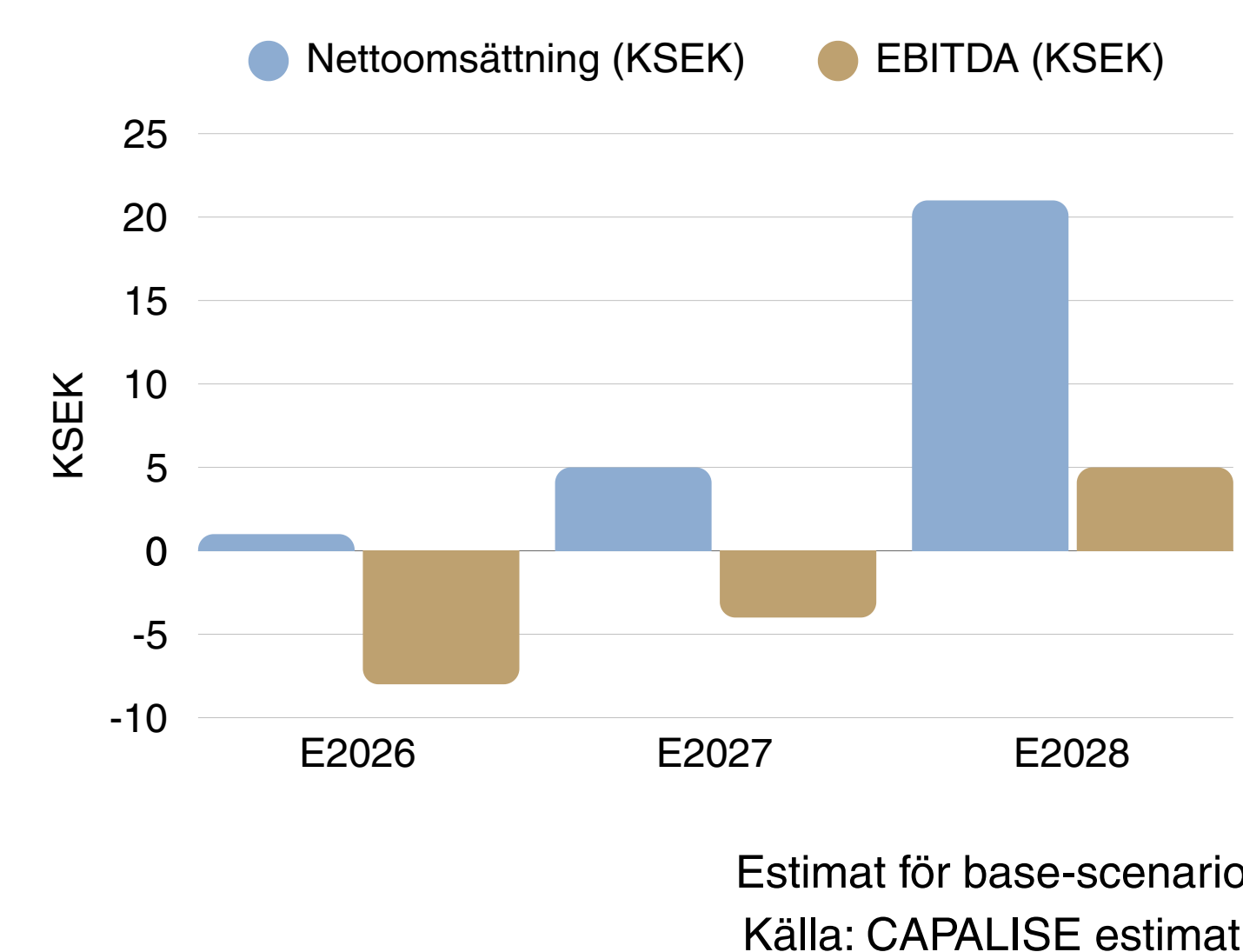
VÄRDERINGSINTERVALL



Fakta

Kurs (SEK):	0,3475
Börsvärde (MSEK):	36,8
Antal aktier:	105 939 836
Lista	Spotlight
VD:	Mourad Lahdo
Kommande rapport:	2026-08-27

Estimat



Kursutveckling



Analytiker

Felix Persson
Felix.Persson@capalise.com

Utfallet i Q1 ligger i linje med våra förväntningar, där intäkterna fortsatt domineras av aktiverat arbete för egen räkning i takt med att bolaget investerar i utveckling och implementering av FLOW. Kostnadsbasen utvecklas enligt plan och speglar den ökade aktivitetsnivån kopplad till pilotförberedelser och industriella projekt.

Mot denna bakgrund väljer vi att inte göra några förändringar i våra estimat. Vår prognos bygger fortsatt på att 2026 utgör ett uppbyggnadsår, där fokus ligger på pilotimplementering och teknisk validering i industriell miljö, medan den mer tydliga kommersiella skalningen väntas ta fart först under 2027 och framåt.

Antagande	2026E	2027E	2028E
Boliden Rönnskär – pilotbeslut	✓	Pilotdrift pågår	Fullskalig utvärdering
Alfa Laval – samarbetsstatus	Teknisk integration	Kommersiell struktur	Partnerstruktur
Antal aktiva pilotprojekt	1	2–3	3–5
Intäktsmix (konsult/pilot/licens)	80% / 20% / 0%	40% / 55% / 5%	20% / 60% / 20%

MSEK	2025A	E2026	E2027	E2028
Nettoomsättning	0,3	1,0	4,8	20,5
Tillväxt (%)	–	233%	380%	327%
Kostnad sålda varor	-0,1	-0,3	-1,4	-6,4
Bruttoresultat	0,2	0,7	3,4	14,1
Bruttomarginal (%)	67%	70%	71%	69%
Personalkostnader	-0,9	-5,2	-4,8	-5,6
Övriga rörelsekostnader	-0,6	-3,6	-2,8	-2,7
EBITDA	-1,3	-8,1	-4,2	5,8
EBITDA-marginal (%)	neg.	neg.	neg.	28%
Avskrivningar	-0,2	-0,8	-1,3	-1,9
EBIT	-1,5	-8,9	-5,5	3,9

Källa: CAPALISE estimat

Källa: CAPALISE estimat

Antaganden och drivare

Våra estimat bygger på att Xoma successivt rör sig från teknisk validering till industriell implementering och därefter kommersiell skalning. Beskedet om att bolaget går vidare med sin första pilotanläggning vid Boliden Rönnskär stärker enligt vår bedömning sannolikheten i detta förlopp.

Under 2026 väntas fokus ligga på pilotgenomförande, industriell validering, fortsatt uppbyggnad av samarbeten och separationen av CLAS. Intäktsbasen bedöms därför fortsatt domineras av aktiverat arbete och tidiga projektintäkter snarare än bred kommersiell försäljning.

Från 2027 bygger våra antaganden på att ett eller flera projekt kan gå från pilotfas till mer etablerade kommersiella upplägg. De viktigaste drivarna är stabil driftdata, fortsatt breddning av pipeline och förmågan att konvertera industriella dialoger till betalda avtal.

Totala tillgångar:	Likvida medel:	Räntebärande skulder:
15,99 MSEK	10,93 MSEK	0 MSEK
Nettokassa:	Soliditet:	Runway:
10,93 MSEK	93%	12–18 mån

Resultat och intäktsutveckling

Xomas rörelseintäkter för det första kvartalet 2026 uppgick till 1,18 MSEK, jämfört med 0,14 MSEK motsvarande period föregående år. Intäkterna bestod i sin helhet av aktiverat arbete för egen räkning kopplat till affärsområdet FLOW, vilket speglar bolagets fokus på att driva teknologin framåt genom verifierings- och implementeringsprojekt i industriell miljö.

Bolaget befinner sig fortsatt i en tidig kommersialiseringsfas där intäktsbasen är begränsad, men där aktivitetsnivån ökar i takt med att projekten rör sig mot pilot- och implementeringsfas.

Övriga externa kostnader uppgick till -1,35 MSEK under kvartalet, främst hänförligt till konsultkostnader kopplade till industriella projekt. Personalkostnaderna uppgick till -1,41 MSEK, vilket är en ökning jämfört med föregående år och främst relaterat till högre ersättningsnivåer för VD. Resultatet efter finansiella poster uppgick till -1,70 MSEK, jämfört med -1,24 MSEK föregående år. Kostnadsökningen speglar en högre aktivitetsnivå snarare än en strukturell förändring i kostnadsbasen.

Kassaflöde och finansiering

Kassaflödet från den löpande verksamheten uppgick till -1,67 MSEK under kvartalet, drivet av investeringar i FLOW-projektens verifierings- och implementeringsfas. Kassaflödet från investeringsverksamheten uppgick till -1,22 MSEK och avsåg främst fortsatta investeringar i utveckling och testutrustning kopplad till FLOW. Kassaflödet från finansieringsverksamheten uppgick till 0,52 MSEK och relaterar till emission av teckningsoptioner.

Vid periodens utgång uppgick likvida medel till 10,9 MSEK och eget kapital till 14,9 MSEK, motsvarande en soliditet om 93 procent. Bolaget har därmed en fortsatt stark finansiell ställning med ett uppskattat handlingsutrymme om 12–18 månader baserat på nuvarande burn rate.

BALANSRÄKNING

Tillgångar (KSEK) – totalt 15 995

Kassa 10 926	Mat. 1 392	Immat. 3 306
------------------------	----------------------	------------------------

Fordr. 371

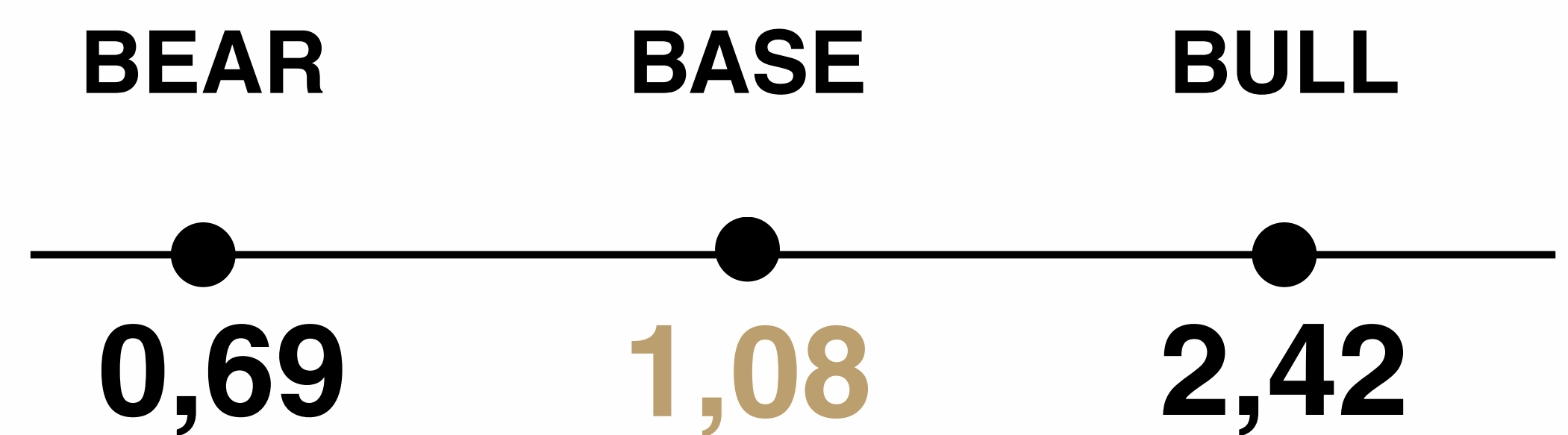
Skulder och eget kapital (KSEK) – totalt 15 995

Eget kapital 14 925	Skulder 1 070
-------------------------------	-------------------------

Scenarioanalys

Värderingen av Xoma speglar ett tidigt kommersiellt skede där stor del av uppsidan är kopplad till framgångsrik industrialisering av FLOW och konvertering av pågående projekt till intäktsgenererande avtal. I base-scenariot antar vi att bolaget når ett första kommersiellt genombrott under de kommande åren, med högre intäktsvolym och ett positivt EBITDA bidrag från 2028.

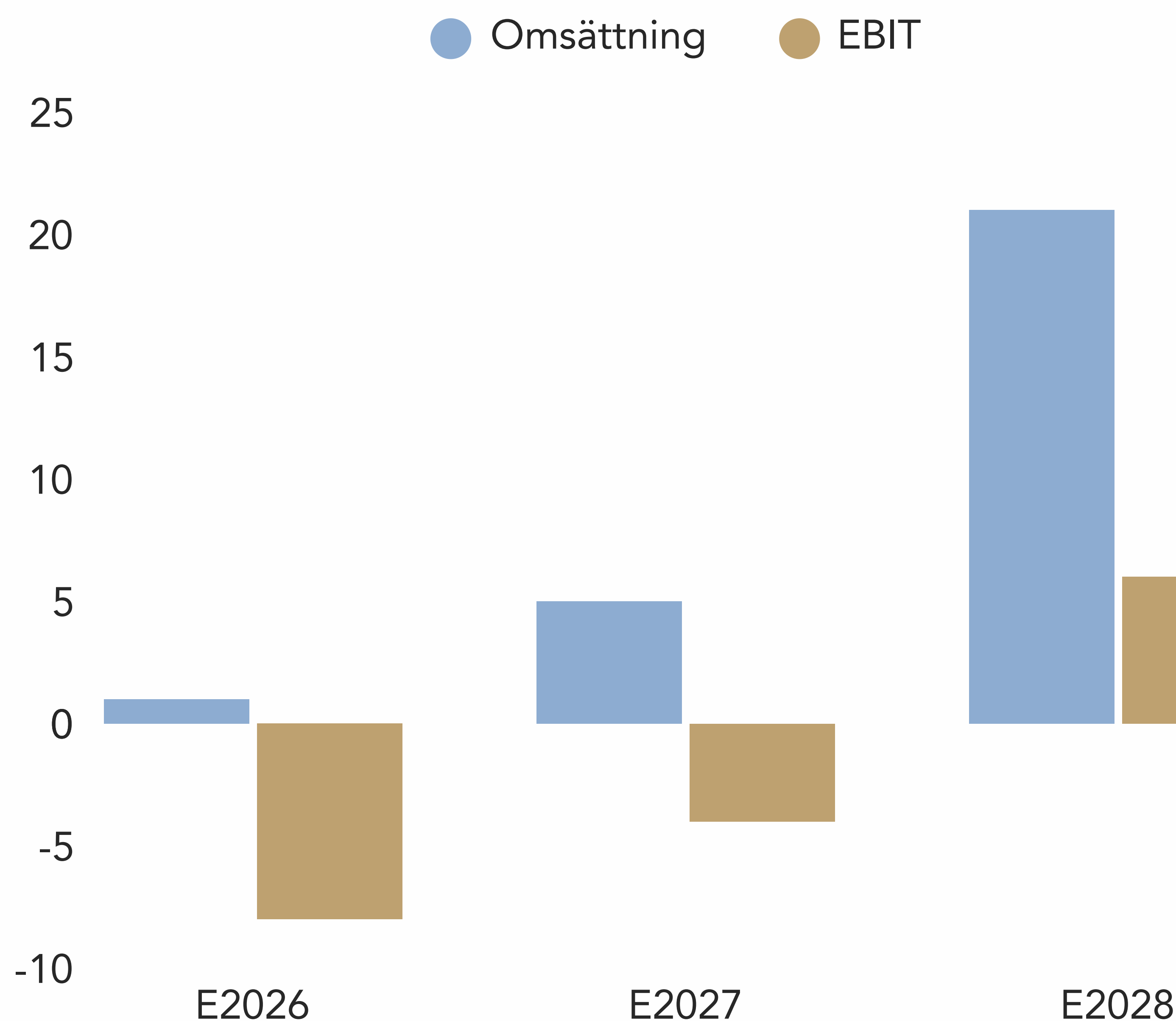
VÄRDERINGSINTERVALL



Värderingen baseras på en EV EBITDA ansats där vi applicerar en multipel om 20x på estimerat EBITDA för 2027, vilket reflekterar bolagets skalbara affärsmodell och potential vid kommersiellt genombrott.

Scenario	EBITDA 2028 (MSEK)	EV/EBITDA	EV (MSEK)	Börsvärde (MSEK)
Bear	4	20x	80	73,9
Base	6	20x	120	113,9
Bull	13	20x	260	253,9

Omsättningsestimat base-scenario



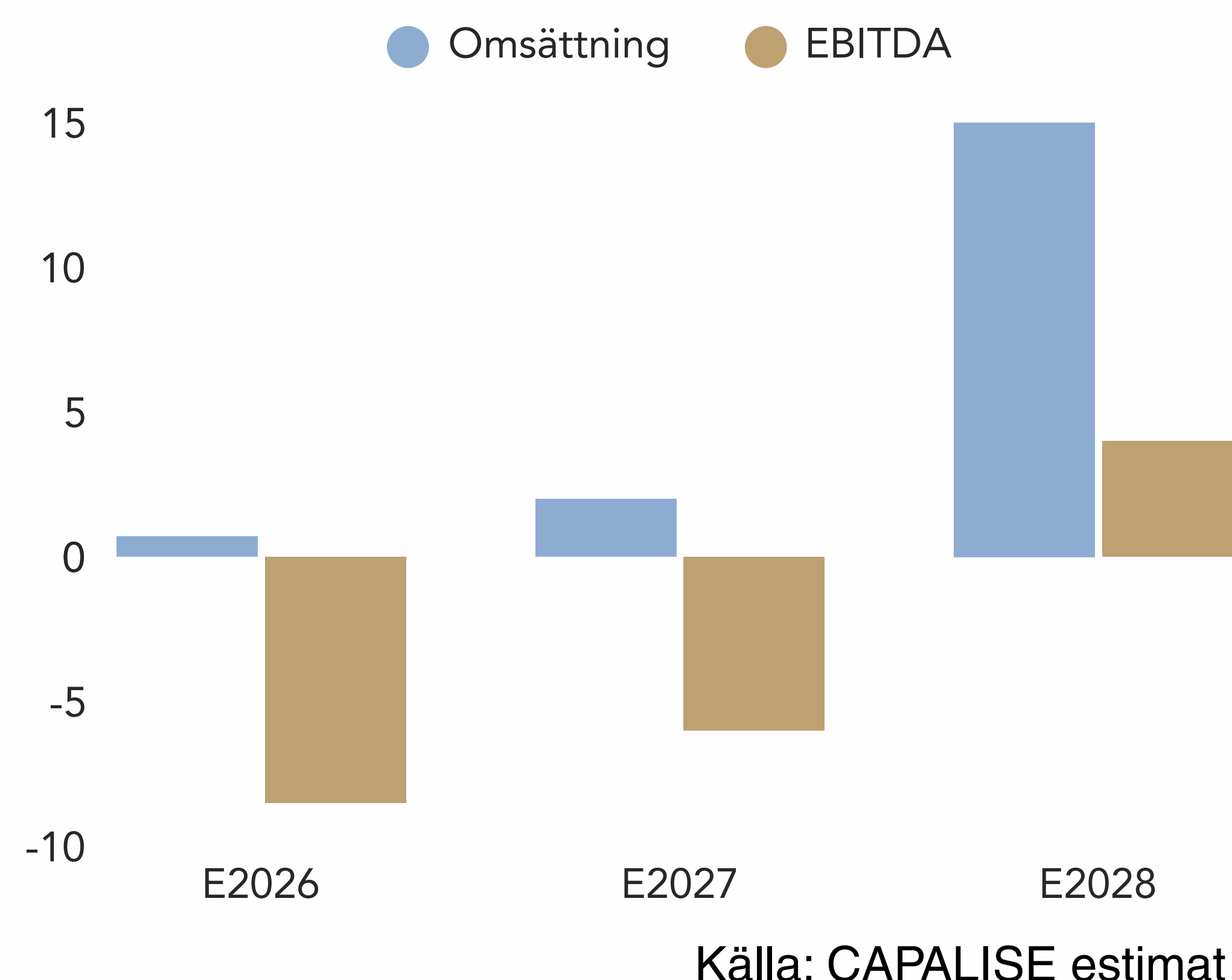
Källa: CAPALISE estimat

Risker

- **Projektutfall:** Osäkerhet i tidsplan och fakturering vid konvertering av teknisk verifiering till intäktsgivande kundavtal.
- **Finansieringsrisk:** Expansionsplanen är beroende av framgångsrik säkring av ytterligare kapital.
- **Regulatoriska risker:** Långsamma godkännandeprocesser för ny reningsteknologi kan försena innovation.

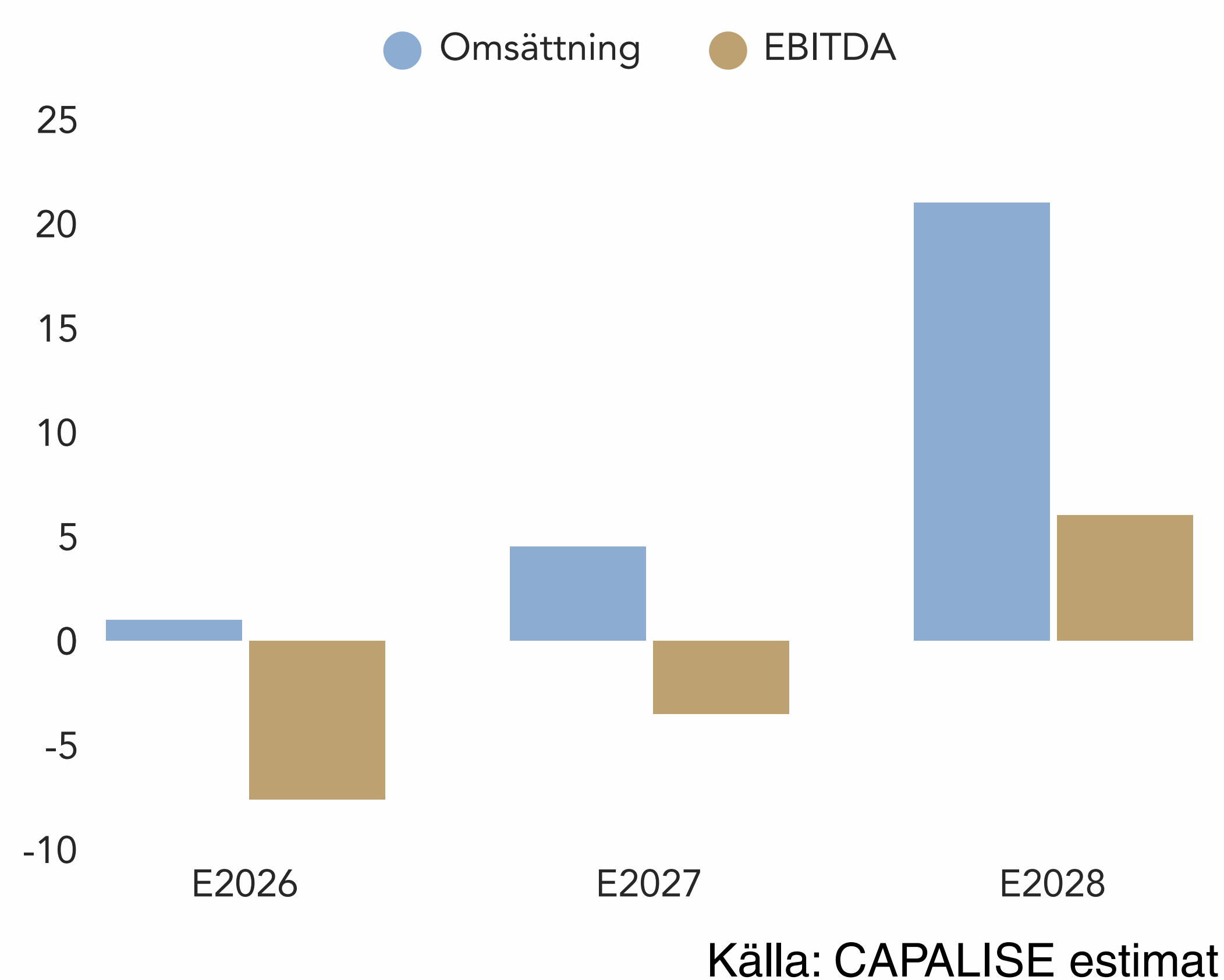
BEAR

Bear-scenariot utgår från att bolagets projektportfölj, trots renodlingen, möter betydliga operativa utmaningar i kommersialiseringsfasen. Omvandlingen av de viktiga pilotprojekten till storskaliga, betalda installationer försenas och bolaget får en lägre intäktshastighet än förväntat. Den tekniska potentialen realiserar endast i begränsad skala, vilket leder till att omsättningen för 2028 uppgår till 15 MSEK. Den nödvändiga kostnadsbasen för uppbyggnad av industriell kapacitet bibehålls samtidigt som intäktsutvecklingen är svag, vilket leder till en EBITDA på endast 4 MSEK. Detta scenario indikerar att bolagets tekniska fördelar inte fullt ut kommersialiseras under perioden, med ett indikerat värde per aktie på cirka 0,69 SEK.



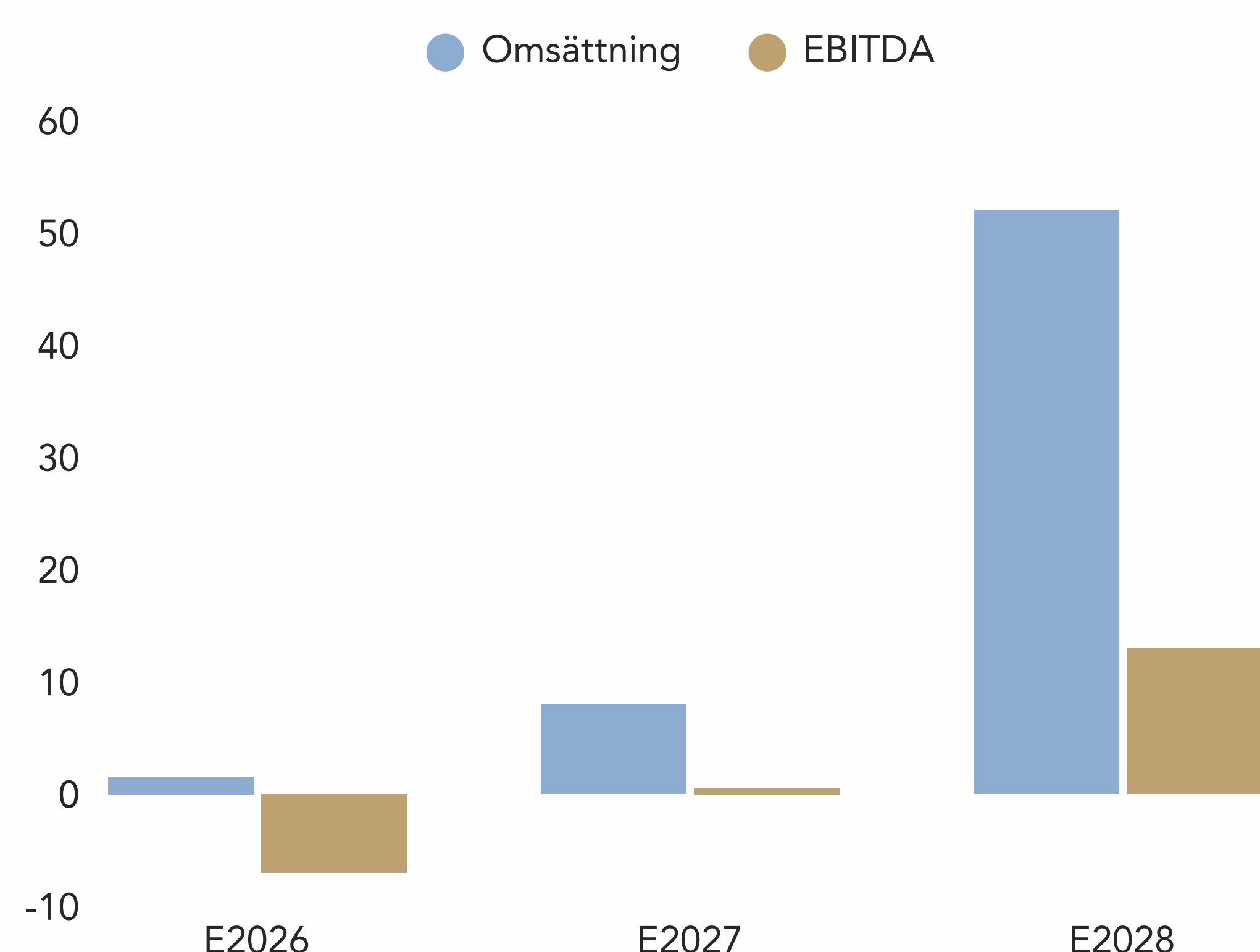
BASE

Base-scenariot beskriver det förväntade förloppet där bolaget lyckas etablera FLOW som en nischad leverantör, samtidigt som bolagets övriga tillgångar bidrar genom renodlingen. Genom framgång i kritiska faser, till exempel Boliden Rönnskär-projektet och det pågående samarbetet med den ledande gruvaktören, lyckas bolaget omvandla pilotresultat till bestående intäkter, vilket resulterar i en omsättning om 21 MSEK för 2028E. Även om bolaget visar förmåga att leverera, är den operativa hävstången lägre än potentialen indikerar på grund av en högre initial kostnadsbas för att hantera industriell skalning. Detta leder till en EBITDA om 6 MSEK. Scenariot indikerar att bolaget når sina operativa mål, med ett indikerat värde per aktie på cirka 1,08 SEK.



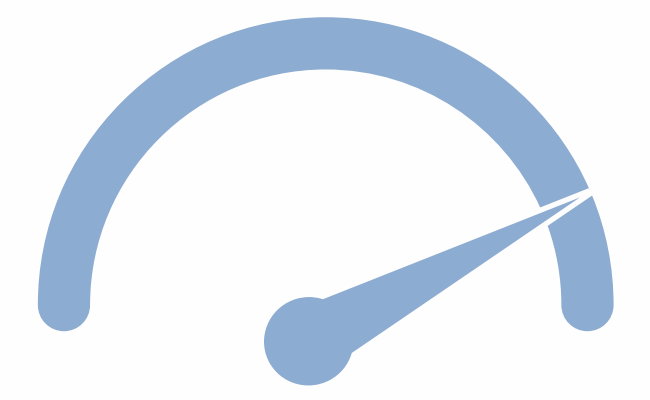
BULL

Bull-scenariot förutsätter stark exekvering av bolagets totala projektportfölj och strategi. Xoma industrialiserar FLOW framgångsrikt och kapitaliserar fullt ut på sin uranreningsförmåga, samtidigt som bolagets organisatoriska renodling leder till hög effektivitet. Genom att dra nytta av både Alfa Laval's expertis och de strategiska kundavtalen, uppnås en snabb och kostnadseffektiv uppskalning av systemen. Bolaget etablerar en stark position i den nischade gruvsektorn, vilket driver omsättningen till 52 MSEK för 2028E. Bolaget kan ta ut en teknisk premium, och den snabba intäktsökningen i kombination med kostnadskontroll leder till en stark operativ hävstång. Detta resulterar i bolagets högsta intjäningspotential under perioden, med en EBITDA om 13 MSEK. Detta scenario indikerar att bolaget etablerar en ledande position, med ett indikerat värde per aktie på cirka 2,42 SEK.



Kommersialiseringsrisk

Xoma befinner sig i ett skede där mycket av värdet i caset bygger på att tekniskt validerade projekt successivt övergår till pilotanläggningar och därefter kommersiella kundavtal. Även om FLOW har visat lovande resultat i tester och gått vidare till fas 4 tillsammans med Boliden Rönnskär kvarstår risken att beslutsprocesser drar ut på tiden eller att projekt inte når hela vägen till fullskalig implementation. Om konverteringen från verifiering till affär sker långsammare än väntat, eller i vissa fall inte sker alls, riskerar bolaget att få en väsentligt förskjuten intäkts- och kassaflödesprofil



Teknisk validering

Bolagets teknologi har visat starka resultat i industriella testmiljöer, bland annat inom rening av processvatten från uran och i projekt kopplade till tungmetaller. Samtidigt återstår fortsatt verifiering i större skala och under längre driftförhållanden innan teknologin är fullt kommersiellt bevisad. Det finns en risk att resultat från mindre tester inte fullt ut kan reproduceras i industriell drift, eller att uppskalning kräver mer tid, resurser och tekniska anpassningar än väntat.



Finansieringsrisk

Xoma är fortfarande i en fas där rörelsen präglas av begränsade intäkter och negativa resultat samtidigt som bolaget behöver investera i fortsatt utveckling, verifiering och kommersialisering. Bokslutskommunikén för 2025 visar ett EBITDA om minus 9,2 MSEK för helåret, vilket illustrerar att verksamheten ännu inte bär sina kostnader. Även om bolaget har genomfört kapitalanskaffningar och företrädesemissionen blev fulltecknad finns en risk att ytterligare kapital behöver tas in om kommersialiseringen drar ut på tiden.



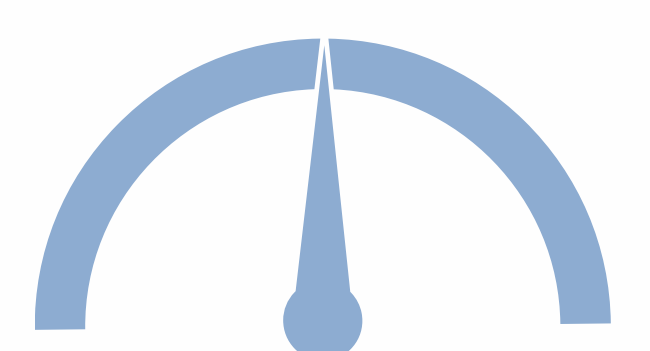
Partnerskaps och kundberoende

För att FLOW ska kunna nå bredare industriell utrullning bedömer vi att samarbeten med större industriella aktörer blir viktiga, både för validering, integration och kommersiell skala. I vd kommentaren inför 2026 lyfter bolaget fram att samarbeten med etablerade aktörer är centrala för full kommersialisering och industriell uppskalning. Det innebär samtidigt en risk eftersom utvecklingstakten delvis blir beroende av externa partners prioriteringar, investeringsvilja och beslutsprocesser. Försenade eller uteblivna partnerskap riskerar att direkt begränsa kommersialiseringstakten och därmed försena intäktsgenerering.



Marknads- och regulatorisk risk

Xoma verkar mot kunder inom gruv, metallurgi och annan processindustri där investeringsbeslut ofta är långa och där nya lösningar måste bevisa både teknisk funktion och ekonomisk nytta innan bred implementering blir aktuell. Därtill kan förändrade miljökrav, tillståndprocesser och regulatoriska krav påverka både kundernas investeringsvilja och tempot i kommersialiseringen. Även om detta på sikt kan gynna efterfrågan på vattenrening innebär det på kort sikt en osäkerhet kring när affärer faktiskt materialiseras.



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 2025. 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.

© 2026 CAPALISE. Alla rättigheter förbehållna.