

27 februari 2026

Projektsättning som värdedrivare
2026

2025 var ett tydligt omställningsår där Zenergy tog flera viktiga steg för att för att lägga grunden för nästa tillväxtfas. Helårets intäkter uppgick till 20,8 MSEK (21,7), medan resultatet påverkades av integrations- och omstrukturingskostnader samt periodvis lägre produktionsvolymmer.

Framtidsutsikter

Zenergy beskriver 2026 som ett år med tydligt genomförandefokus. Efter ett omställnings- och uppbyggnadsår är prioriteringen nu att omsätta den stärkta strukturen till operativ leverans. Bolaget lyfter särskilt tre spår framåt: att stabilisera och effektivisera produktionen i fabriken i Skillingaryd, att konvertera projektportföljen till faktiska byggstarter samt att successivt förbättra kassaflödet genom bättre planering och finansiell kontroll.

På projektsidan framhålls att bolaget efter periodens utgång fortsatt stärka portföljen och att integrationsarbetet av Konzeptutvecklarna fortlöper enligt plan. Zenergy pekar även på konkreta framsteg där bygglov erhållits och säljstart inletts för Orsa Måsen 1, som ett steg i strategin att utveckla egna projekt inom koncernen. Samtidigt lyfter bolaget att 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

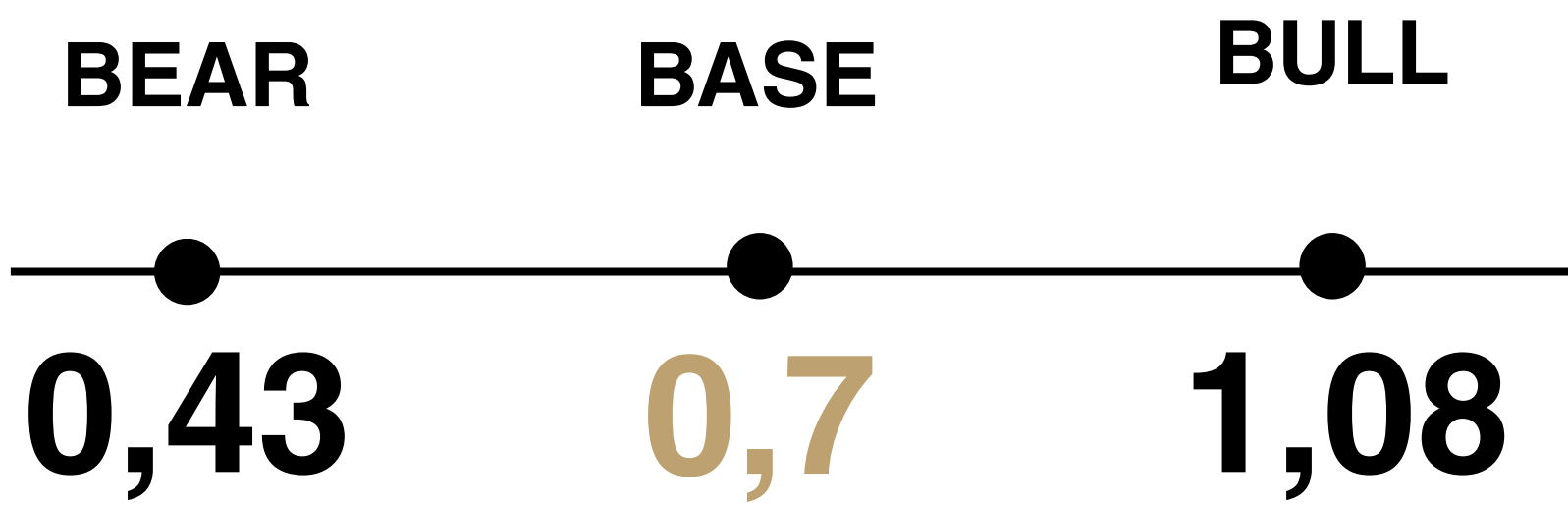
CAPALISE bedömer

Vi bedömer att 2026 blir ett tydligt genomförandeår där den viktigaste värdedrivaren är att projektportföljen omsätts i faktiska byggstarter och leveranser. En högre projektgenomförandetakt väntas samtidigt öka beläggningen i fabriken i Skillingaryd, vilket förbättrar kapacitetsutnyttjandet och skapar förutsättningar för både marginallyft och mer förutsägbara leveranser. Därtill ser vi positivt på att försäljningsarbetet inom Kaper Norden intensifierats i takt med en successivt ökande marknadsaktivitet, vilket stärker vår bild av att en gradvis vändning i byggmarknaden kan stödja en högre aktivitetsnivå under året.

Vi även bedömer att en ökad omsättning av projektportföljen och högre beläggning i fabriken bör ge en direkt positiv effekt på kassaflödet. När fler projekt går in i produktion och börjar faktureras stärks inflödena och likviditeten blir mer förutsägbar, vilket successivt kan minska beroendet av kortsiktig extern finansiering.

Därför ser vi 2026 som ett år där genomförandetakt och finansiell stabilisering hänger tätt samman, där ökad leveransvolym med bibehållen kostnadskontroll bör stärka kassan.

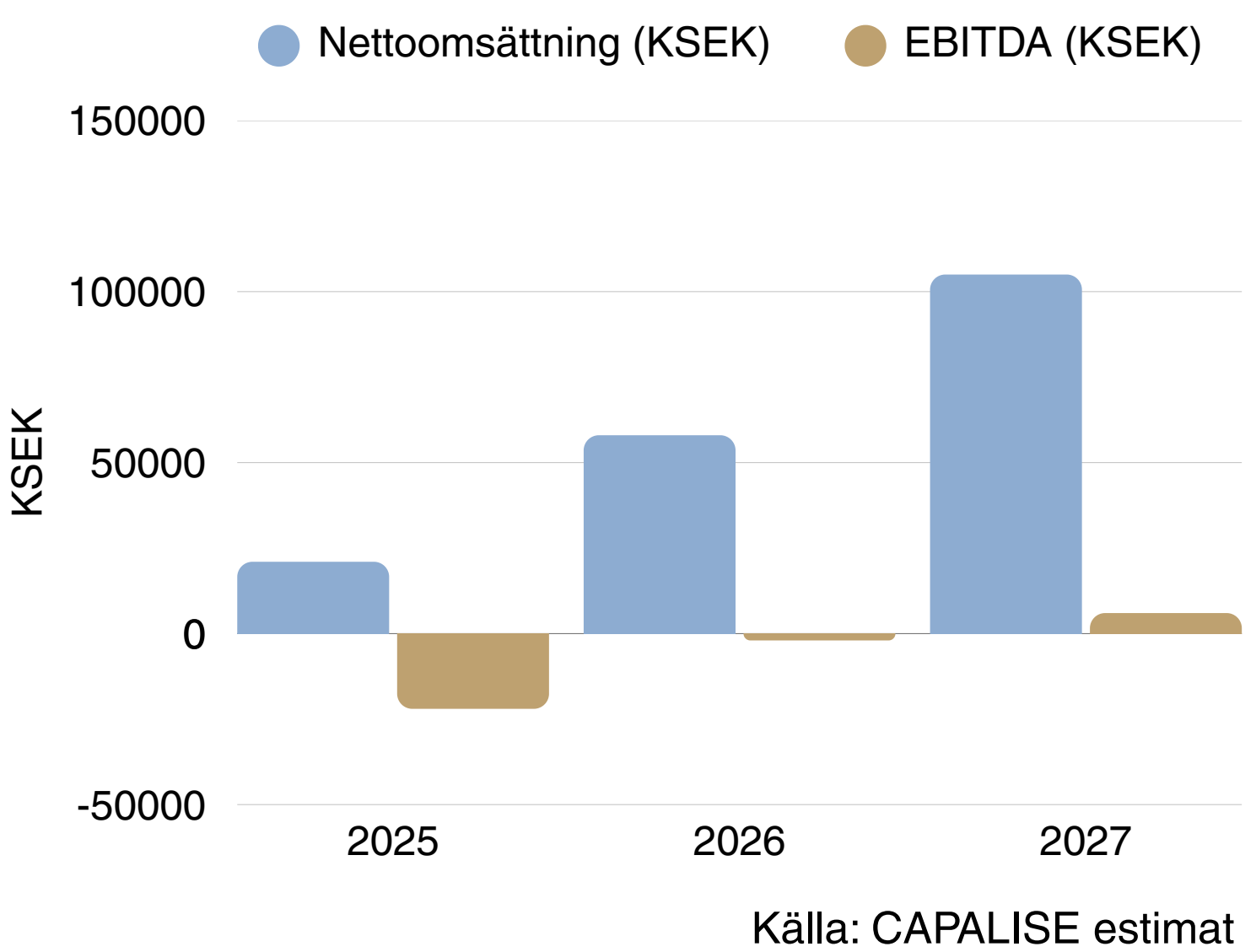
VÄRDERINGSINTERVALL



Fakta

Kurs:	0,292
Börsvärde:	21,6
Antal aktier:	74 034 111
Lista	Spotlight Stock Market
VD:	Sebastian Gustafson
Kommande rapport:	2026-02-27

Estimat



Kursutveckling



Huvudägare

Nordnet Pensionsförsäkring AB	21,04%
VIGGBYHOLMS GÅRD F. AB	9,85%
PAM Capital AB	8,83%
JJV Investment Group AB	5,66%
Moan Holding AB	5,52%

Källa: Avanza

Analytiker

Felix Persson
Felix.Persson@capalise.com

Positionerat för lönsam tillväxt

Helår 2024 speglade ett år med låg byggaktivitet och en verksamhet i omställning. Nettoomsättningen för helår 2024 uppgick till 16,7 MSEK, att jämföra med 71,6 MSEK för helår 2023. Nedgången förklaras huvudsakligen av ett svagare marknadsläge med lägre projektaktivitet och mer avvaktande kundbeteende, vilket pressade volymerna i affären. Under perioden genomfördes samtidigt förvärv som breddade erbjudandet och lade grund för en högre aktivitetsnivå framåt.

Helåret 2025 visar en tydlig strukturell vändning, präglad av genomförda förvärv och återstartad produktion i fabriken i Skillingaryd. Ackumulerad nettoomsättning för 2025 uppgick till 17,7 MSEK, jämfört med 16,0 MSEK under 2024. Samtidigt har intäktsmixen och koncernstrukturen förändrats i grunden genom förvärvet av Konzeptutvecklarna, vilket breddar projektportföljen och skapar förutsättningar för en mer integrerad och planeringsbar affärsmodell framåt.

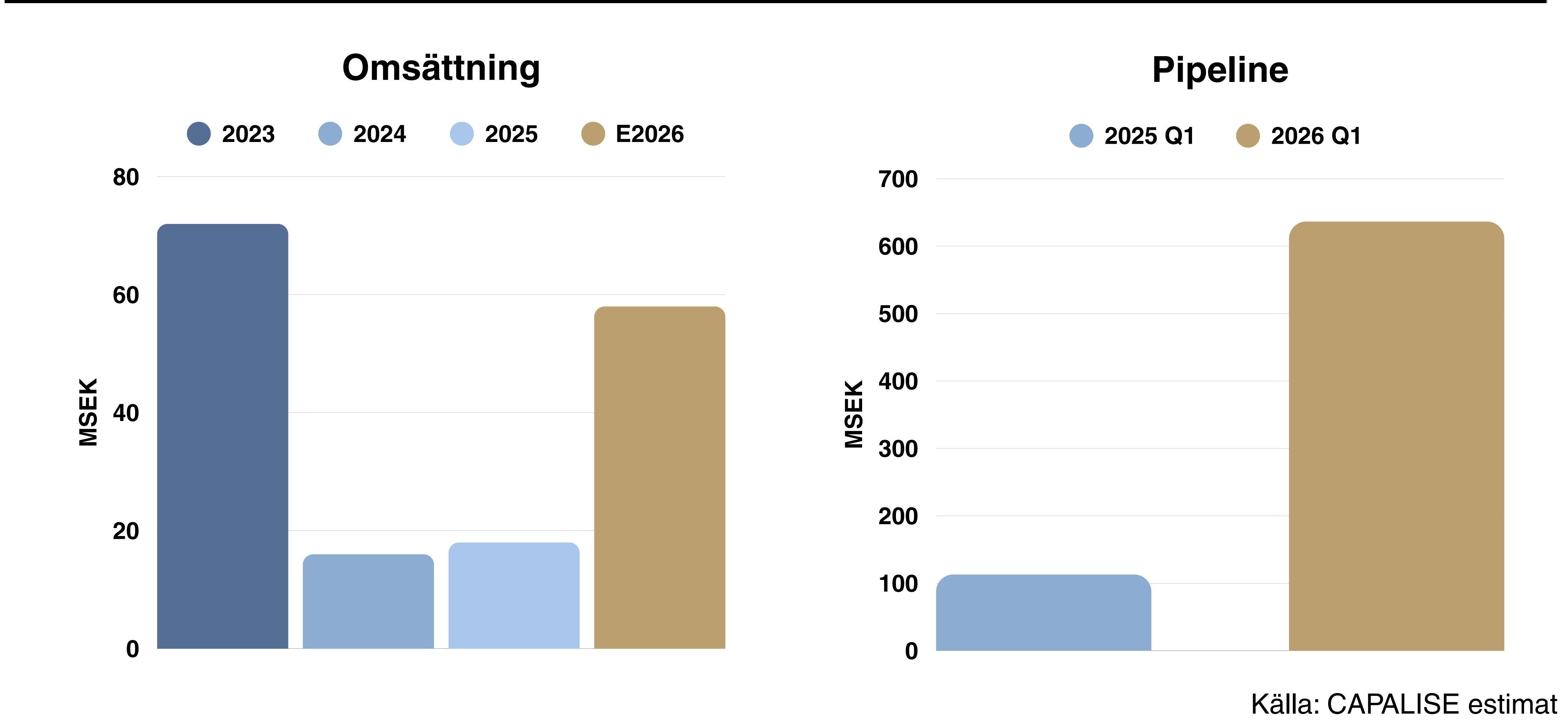
Resultatutveckling i uppskalningsfasen

Trots att intäktsbasen är under uppbyggnad är resultatet fortsatt pressat, vilket är typiskt i en fas där organisation och kapacitet anpassas för en högre aktivitetsnivå än vad som ännu hunnit realiseras i leveranser. För 2025 uppgick resultat efter finansiella poster till minus 24,5 MSEK jämfört med minus 13,7 MSEK 2024.

Operativt momentum och väg mot skalfördelar

Utvecklingen visar att aktivitetsnivån i marknaden är på väg tillbaka och att Zenergy redan börjat omsätta det i högre leveransvolym, vilket tydligt syns i omsättningsökningen för de första tre kvartalen under 2025. Med en växande projektportfölj och en mer volymdriven leveransmodell talar mycket för ett markant starkare omsättningsgenomslag under 2026 när pipeline konverteras till projektstarter och faktiska leveranser. I takt med att volymerna ökar bör lönsamheten förbättras snabbt, där högre volym ger tydlig kostnadsabsorption initialt och skapar en naturlig väg mot ett resultat nära break even.

En viktig del i utvecklingen är att dotterbolagen nu integreras tydligare i koncernens gemensamma arbetssätt. När projektutveckling, försäljning och produktion planeras och styrs samlat kan projekten prioriteras bättre och resurser användas mer effektivt.



Kassaflödesutveckling

Under 2025 uppgick koncernens totala kassaflöde till –0,5 MSEK. Kassaflödet från den löpande verksamheten var –19,2 MSEK, medan finansieringsverksamheten bidrog med 23 MSEK. Det innebär att utbetalningar i den dagliga verksamheten, tillsammans med förändringar i rörelsekapital som lager och kundfordringar, pressade kassaflödet under kvartalet. Samtidigt stärkte den externa finansieringen likviditeten och gjorde att bolaget kunde fortsätta driva verksamheten och genomföra planerade leveranser.

Rörelsekapital och operativ bindning

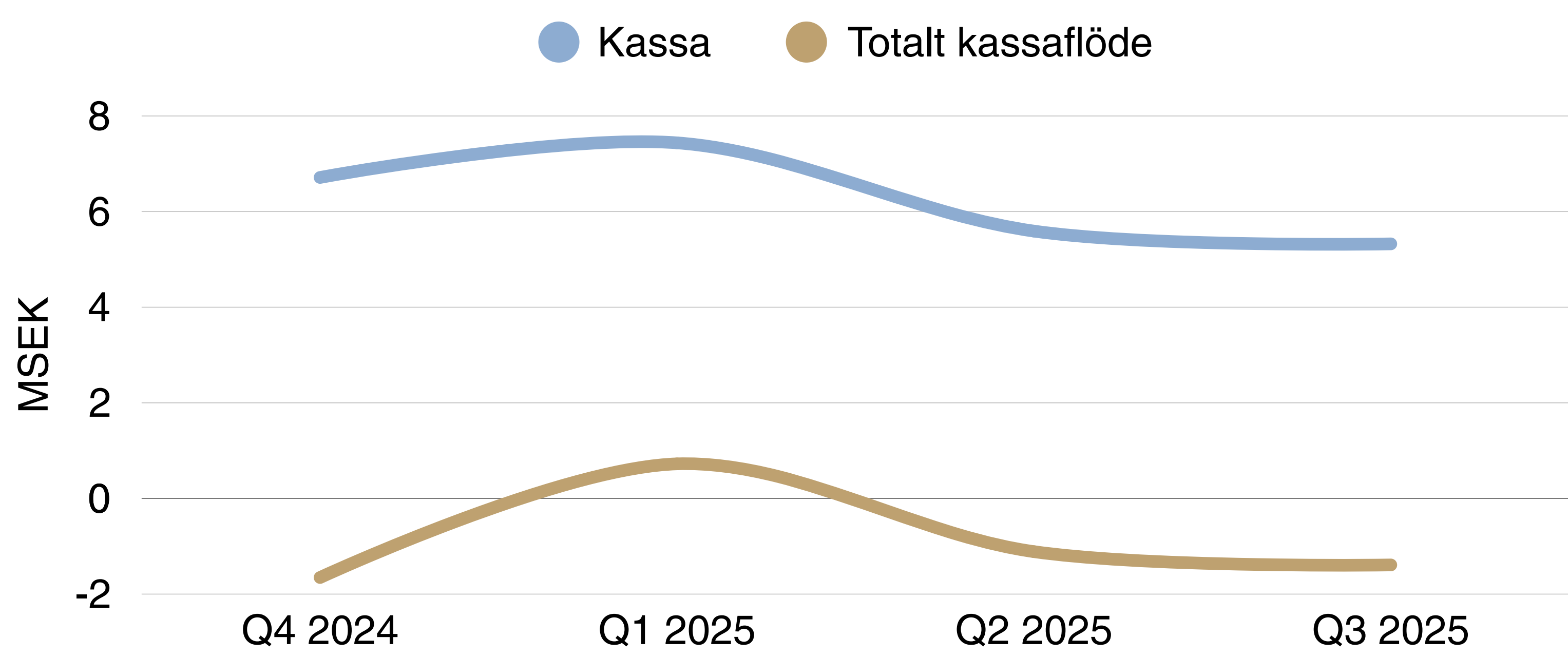
Per den 30 september 2025 uppgick omsättningstillgångarna till 23,5 MSEK, varav 11 MSEK utgjordes av varulager, 2,7 MSEK av kundfordringar samt 3,5 MSEK av övriga kortfristiga fordringar. Det innebär att en stor del av kapitalet är bundet i rörelsekapitalposter snarare än i likvida medel. Kassaflödet blir därmed i hög grad beroende av hur snabbt fordringar omsätts till betalningar och hur effektivt kapitalbindningen i projekten kan reduceras.

Likviditet och kapitalstruktur

Likvida medel uppgick till 6,2 MSEK per 30 september 2025, varav 3,8 MSEK är dedikerade till hyra och underhåll kopplat till bolagets fabrik i Skillingaryd. Det ger en tydlig bild av att likviditeten till stor del är knuten till den operativa basen och säkrar genomförandet i den fysiska produktionsmiljön, samtidigt som den fria kassan blir mer begränsad.

På skuldsidan uppgick kortfristiga skulder till 20,7 MSEK, där leverantörsskulder var 5,2 MSEK och skuld till kreditinstitut 3,5 MSEK, samtidigt som långfristiga skulder var 0 MSEK per balansdagen. Strukturen innebär att finansieringen i huvudsak ligger i den korta delen av balansräkningen, vilket gör att den löpande finansiella flexibiliteten i praktiken styrs av rörelsekapitalets omsättningshastighet och bolagets löpande finansieringsflöden.

Det egna kapitalet uppgick till 13,8 MSEK vid periodens utgång, på en balansomslutning om 65,3 MSEK. Det indikerar en relativt begränsad kapitalbuffert, vilket gör att likviditet och finansiell handlingsfrihet i hög grad påverkas av rörelsekapitalets utveckling och den kortfristiga skuldsättningen. Samtidigt innebär det att förbättringar i kassaflöde och kapitalbindning kan få ett snabbt och tydligt genomslag i den finansiella ställningen när leveranserna ökar.



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

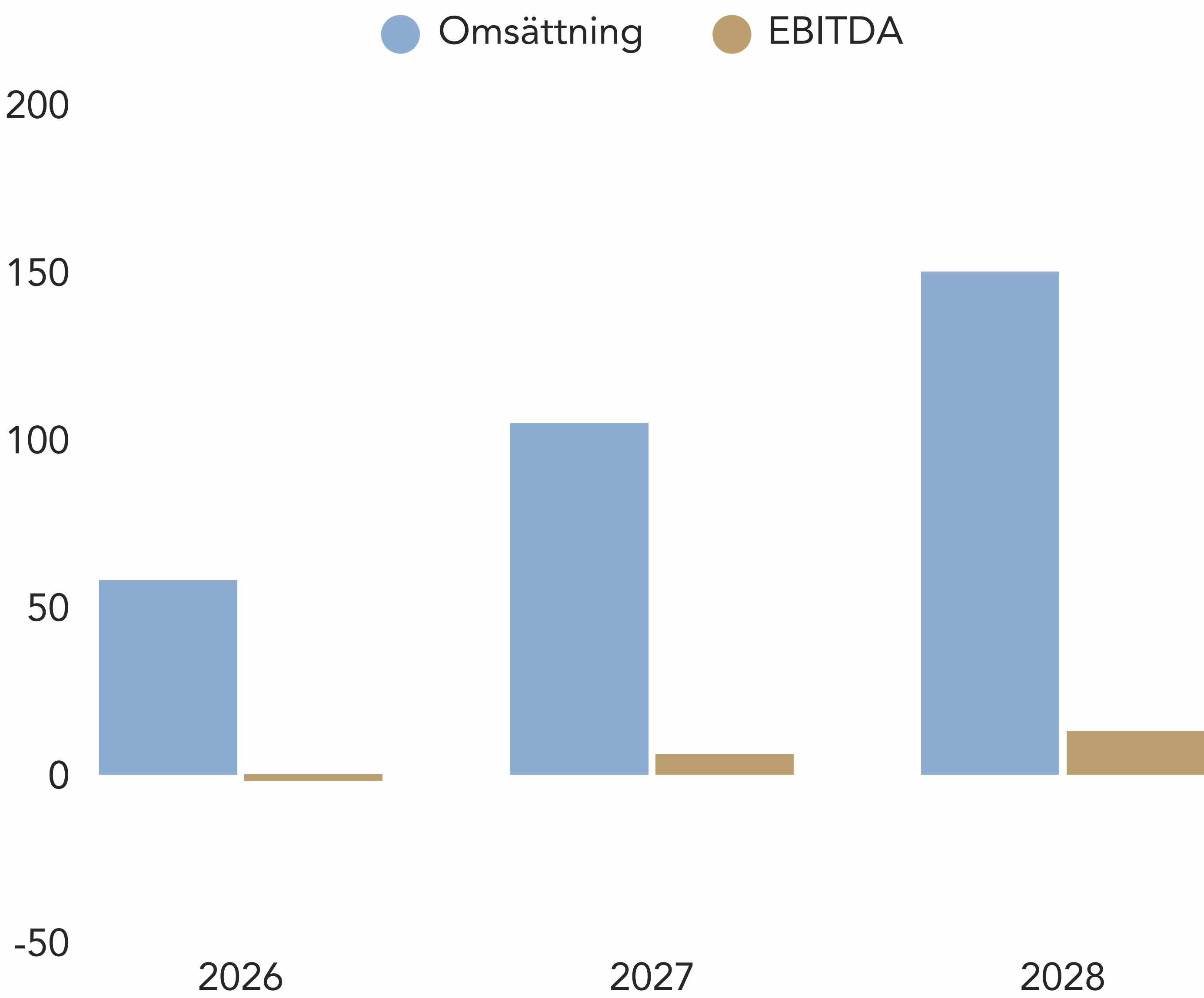
Scenarioanalys- base

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 pipelinen bedöms vara realiserad i leveranser och där EBITDA blir mer representativt för den underliggande lönsamheten än under upptrappningsåren.

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.

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

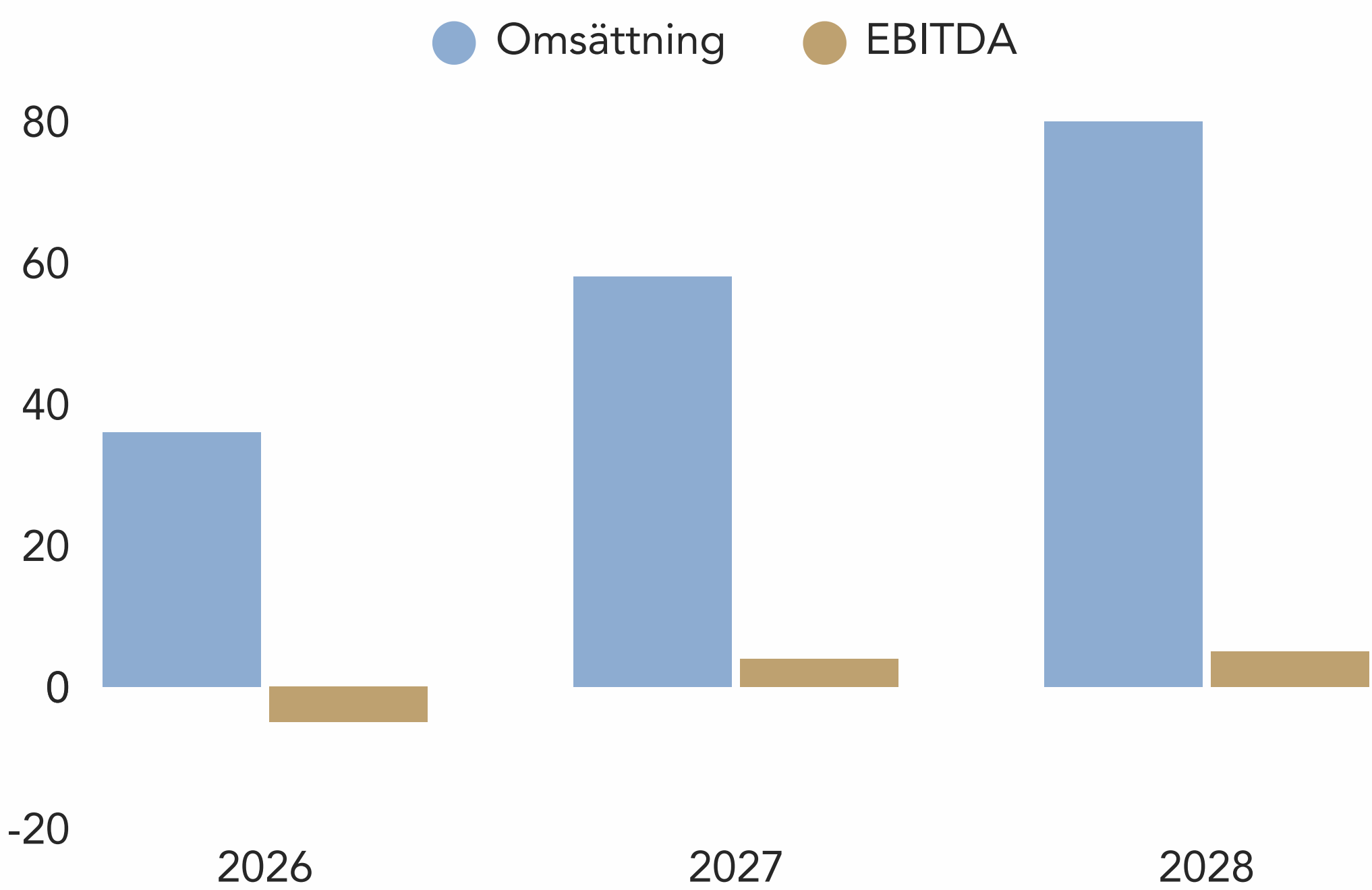
Risker

- **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 pipelinen 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.

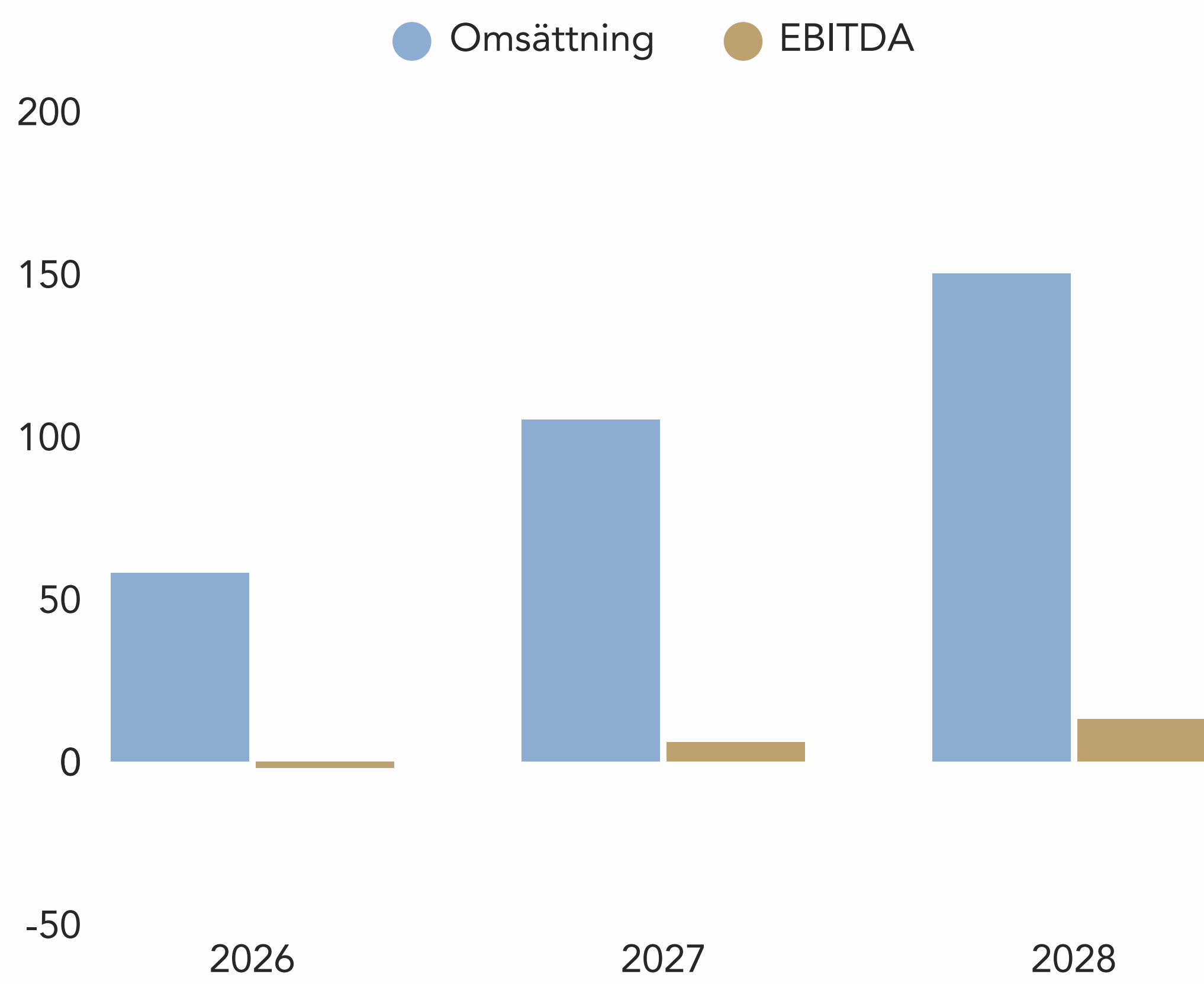


Källa: CAPALISE estimat

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.

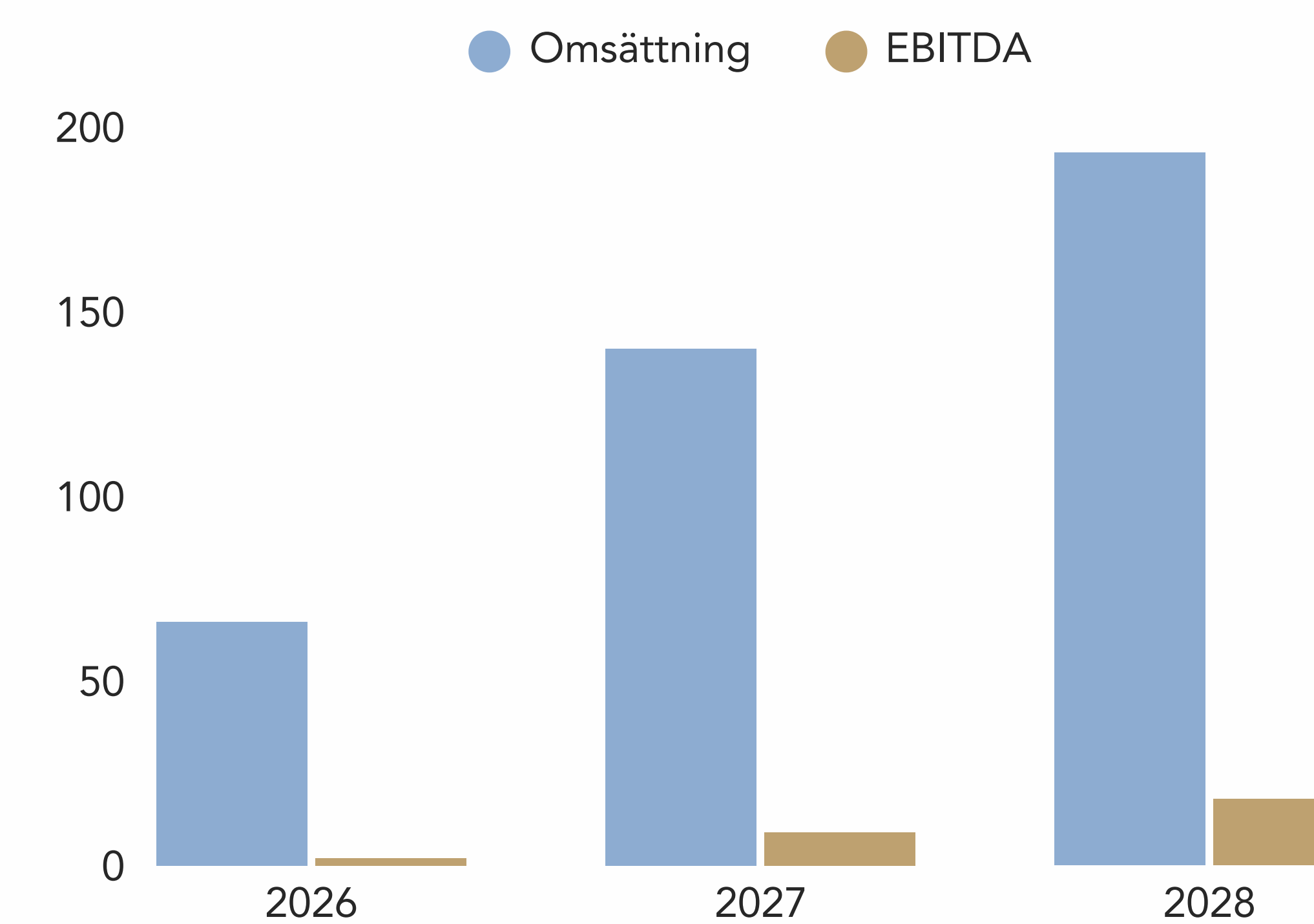


Källa: CAPALISE estimat

BULL

Bull-scenariot förutsätter att Zenergy höjer konverteringsgraden och kortar ledtiderna, så att en större andel av pipelinen 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

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 värdedrivare.

- 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.