

27 februari 2026

Norden Estates går in i 2026 med etablerad struktur och tydlig skalbarhet

Norden Estates avslutade 2025 som ett tydligt annorlunda bolag jämfört med året innan. Omsättningen ökade kraftigt i takt med att den operativa projektverksamheten etablerats, samtidigt som koncernen genomfört ett strukturellt skifte genom integrationen av Zustainment Bygg och noteringen på Spotlight.

Det markerar en strategisk förflyttning mot en mer komplett och skalbar affärsmodell. Bolaget har samtidigt tydligt kommunicerat målsättningen att nå ett positivt rörelseresultat under 2026, vilket understryker ambitionen att låta den etablerade strukturen nu omsättas i faktisk lönsamhet.

Väsentliga framsteg under 2025

2025 var i praktiken ett uppbyggnadsår. Förvärvet av Zustainment Bygg skapade en operativ plattform med egen entreprenadkapacitet, vilket stärker kontrollen över projektens genomförande och marginalstruktur. Samtidigt genomfördes noteringen på Spotlight, vilket formaliserade bolagets struktur och kapitalbas.

Färdigställandet av Hörbyprojektet och byggstarten i Ystad visar att modellen fungerar i praktiken. Parallellt har referensprojektet Postpac i Skurup fortsatt att leverera verifierade energidata med markant lägre energianvändning och effekttoppar än traditionella byggnader. Detta är centralt. Norden Estates konkurrensfördel bygger på faktisk driftprestanda, inte teoretiska beräkningar.

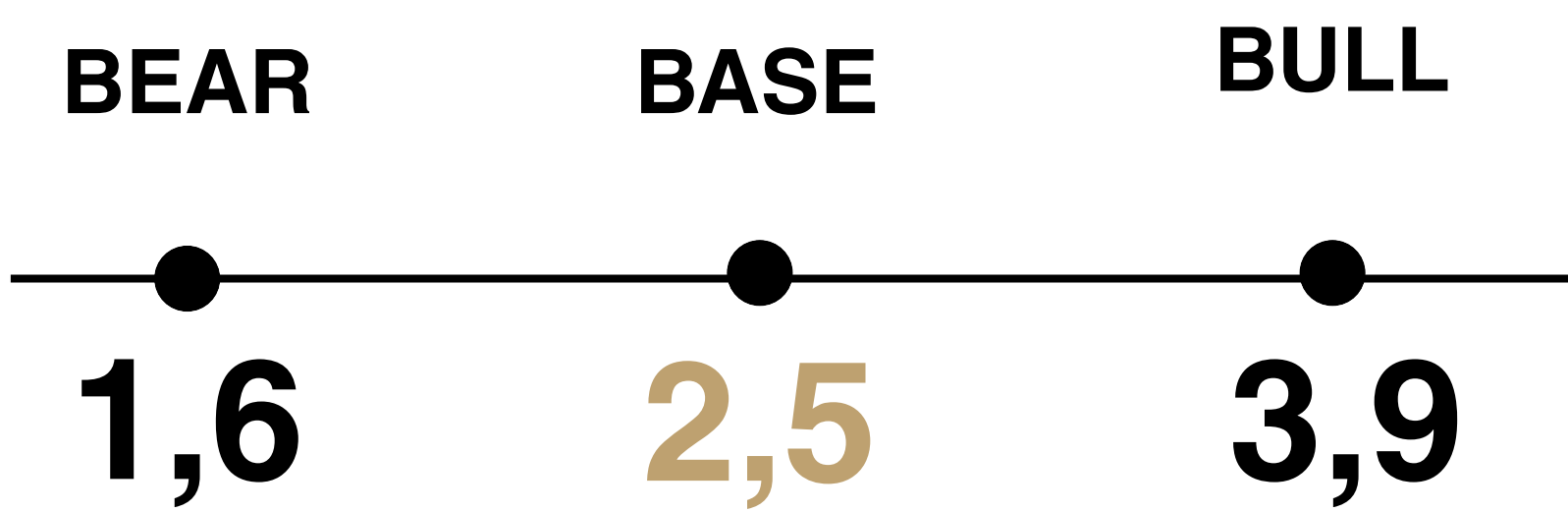
Omsättningsökningen under året speglar att bolaget nu har en aktiv projektportfölj, till skillnad från tidigare år då verksamheten befann sig i en mer utvecklingsorienterad fas.

CAPALISE bedömmar

Vi bedömer att 2025 varit ett mycket starkt steg framåt för Norden Estates, där bolaget inte bara växlat upp omsättningen utan också bevisat sin förmåga att driva projekt i praktiken. Året har präglats av viktiga milstolpar med integrationen av Zustainment Bygg och genomförd notering, samtidigt som bolaget byggt upp en tydligare struktur för leverans, uppföljning och skalning.

Inför 2026 ser vi ett attraktivt utgångsläge. Med starka referenser, verifierad energiprestanda och en fortsatt hög aktivitetsnivå i kunddialoger finns goda förutsättningar för både fortsatt tillväxt och snabbare resultatuppväxling när volymerna ökar. Bolaget har dessutom som tydligt mål att nå ett positivt rörelseresultat under 2026, vilket vi ser som realistiskt om fler dialoger blir faktiska projekt och leveranserna kan genomföras med fortsatt god kostnadskontroll.

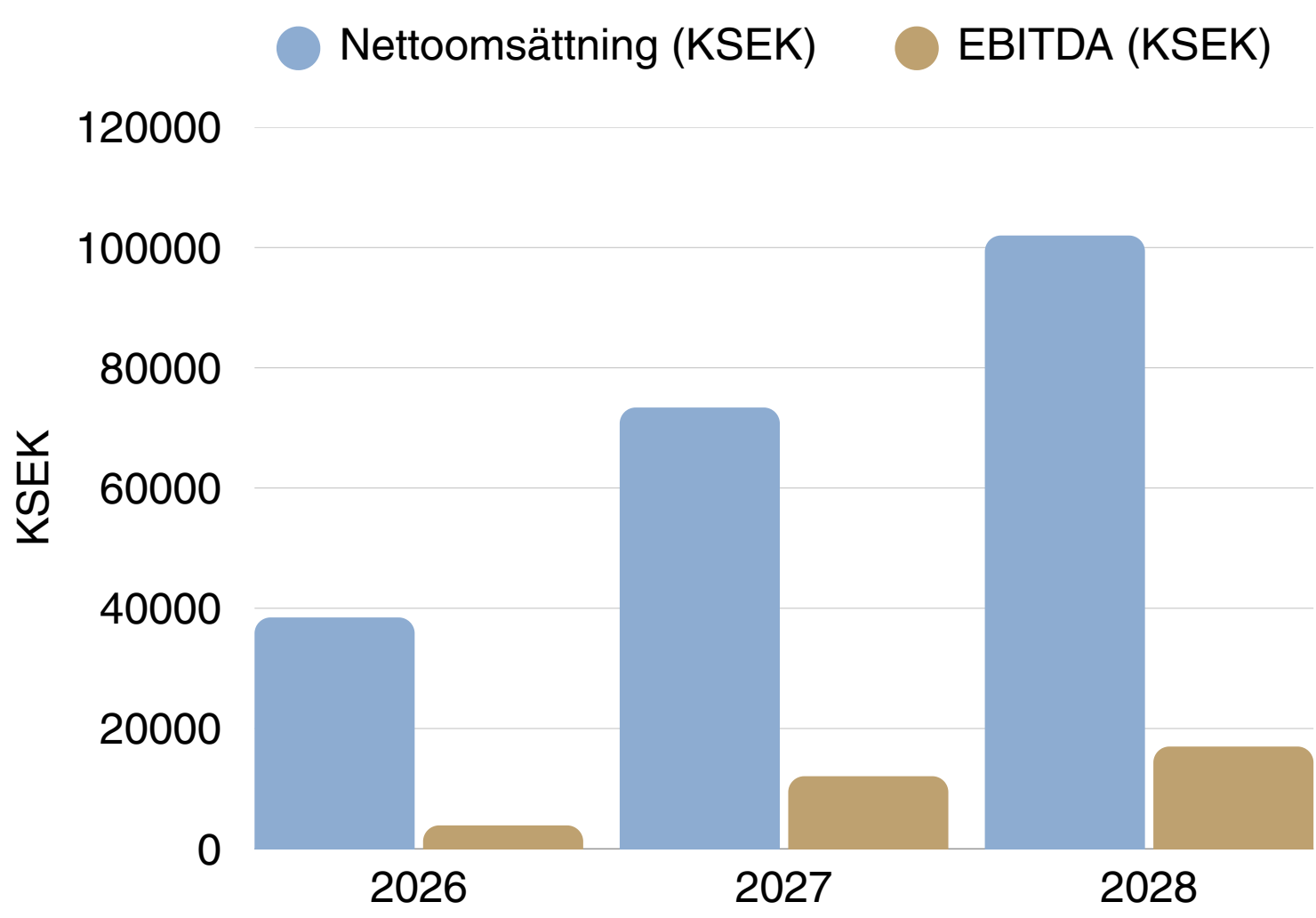
VÄRDERINGSINTERVALL



Fakta

|                   |                        |
|-------------------|------------------------|
| Kurs:             | 0,55                   |
| Börsvärde:        | 22,7                   |
| Antal aktier:     | 41 295 841             |
| Lista             | Spotlight Stock Market |
| VD:               | Mikael Modig           |
| Kommande rapport: | 2026-05-29             |

Estimat



Kursutveckling



Huvudägare

|                     |        |
|---------------------|--------|
| EM Holding AB       | 15,28% |
| Kamojo Invest AB    | 12,35% |
| Milolima Holding AB | 12,19% |
| Lars Pålsson        | 4,64%  |
| AC Hässleholm AB    | 4,09%  |

= insynsperson Uppdaterad: 30 december 2025  
Källa: Millistream & Euroclear

Analytiker

Felix Persson  
felix.persson@capalise.com

## Transformationen mot en fullskalig koncern

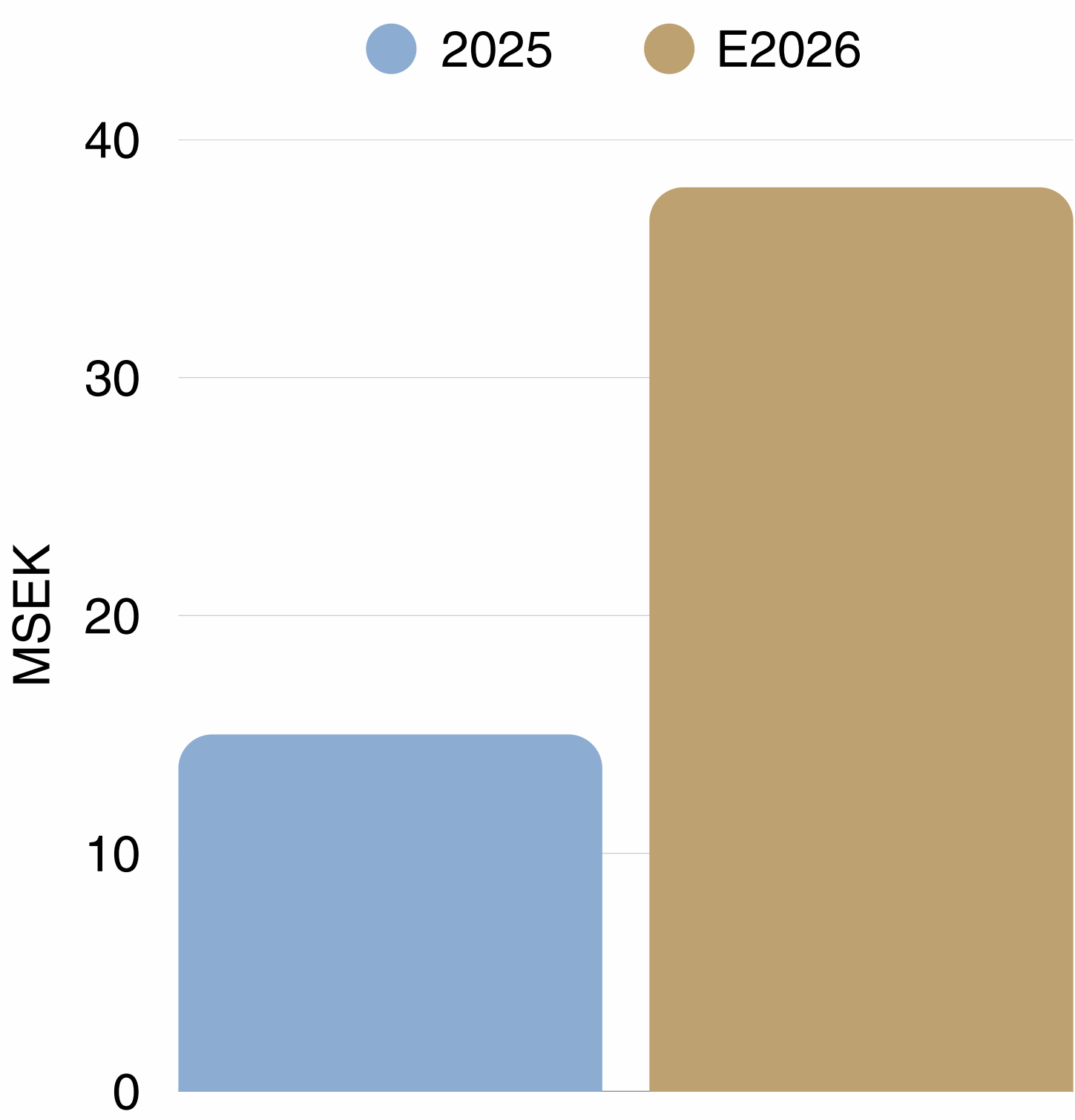
Den strategiska omställningen i Norden Estates har intensifierats. I samband med att Zustainment AB förvärvades genom en apportemission under första kvartalet 2025 och därefter konsoliderades i koncernen (förvärvet beaktas först från mars 2025), har koncernen byggt en mer integrerad leveransförmåga. Det innebär också att historiska jämförelsesiffror inte fullt ut speglar den nuvarande koncernens intjäningskapacitet, eftersom Zustainments historiska utveckling inte ingår före konsolideringstidpunkten.

Omsättningen i koncernen uppgick till 1,85 MSEK för helåret 2024. För 2025 uppgick nettoomsättningen till 14,87 MSEK. Utfallet indikerar en högre intäktsnivå jämfört med föregående år, i linje med att fler projekt genomförs och intäkter periodiseras i takt med projektens framdrift.

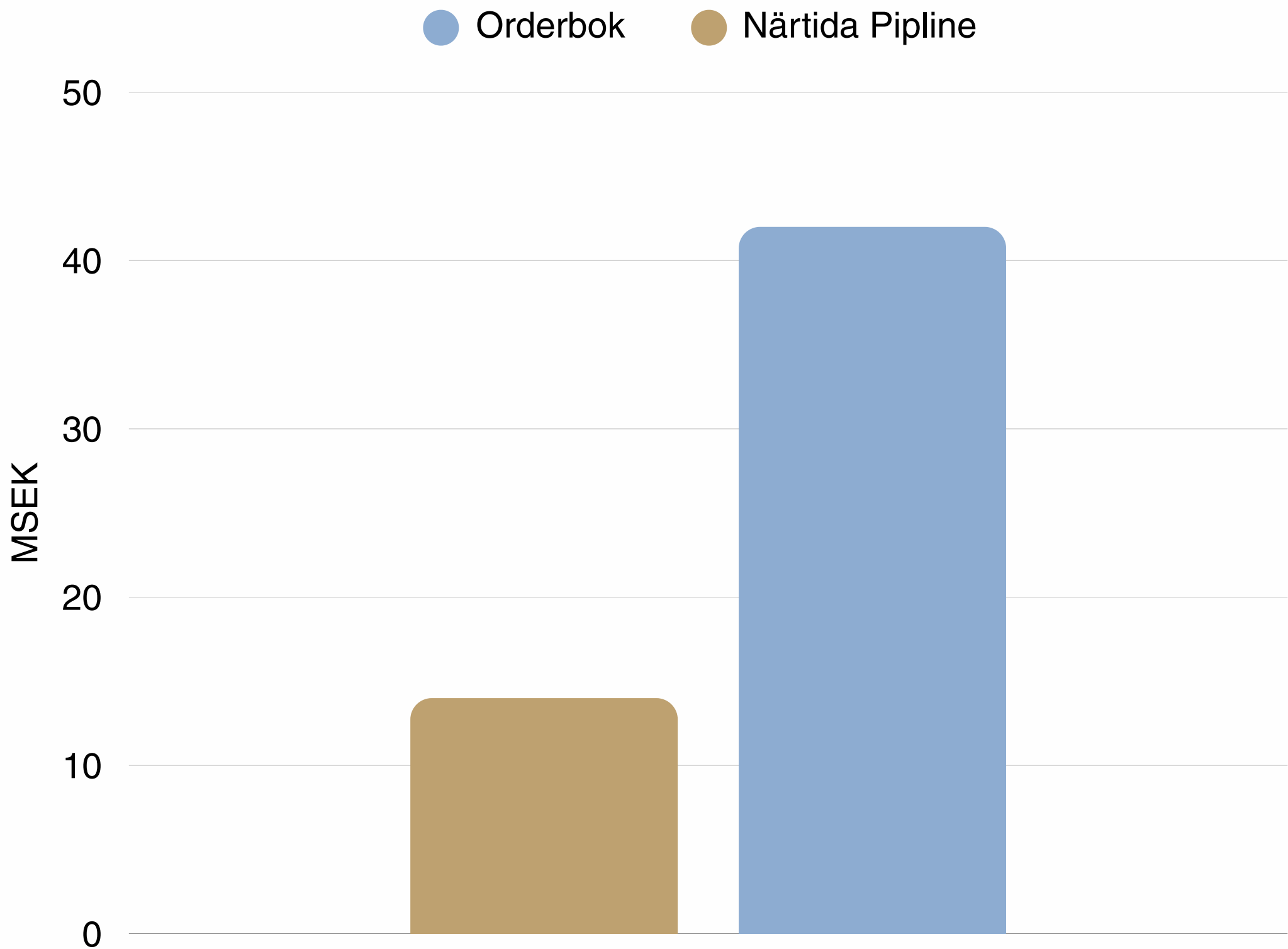
## Resultatutveckling och kostnadsstruktur

Den nuvarande resultatnivån speglar bolagets intensiva investeringsfas under transformationen. Resultatet efter finansiella poster för 2025 uppgick till -6,8 miljoner kronor. Detta operativa underskott drivs primärt av engångskostnader associerade med noteringsprocessen på Spotlight Stock Market den 25 september 2025. Därefter belastas resultatet av planerade, uppskalningsrelaterade kostnader för organisationsuppbyggnad, systemutveckling och kostnader kopplade till uppstart av projekt.

Omsättning



Orderläge och Pipeline



## Orderbok och kommersiell projektportfölj

Bolagets framtida tillväxtpotential stöds av en fast orderbok som per den 30 Juni 2025 uppgick till 14 miljoner kronor. Därtill har de även en aktiv projektpipeline om cirka 42 MSEK (senast rapporterat). Under tredje kvartalet slutfördes projektet i Hörby, och byggnationen av industribyggnaden i Ystad påbörjades efter en extern försening. Ystad-projektet är det första externa byggavtalet som tecknats helt i egen regi via dotterbolaget Zustainment Bygg. Detta visar hur bolagets modulära erbjudande fungerar i praktiken. En del projekt, såsom Karlskrona, har flyttats fram till första kvartalet 2026 enligt kundens tidplan. Marknadsaktiviteten är fortsatt hög, med ett ökat antal kvalificerade kunddialoger från fastighetsägare och industrikunder.

## Strukturell omställning och resultat

Norden Estates utveckling under 2025 präglas tydligt av bolagets strukturella omställning. Förvärvet av Zustainment Bygg AB i mars och noteringen på Spotlight i september har tillsammans satt sin prägel på kostnadsbilden. Koncernen redovisade ett rörelseresultat på –6,8 MSEK för 2025, varav –3,3 MSEK i Q3 ensam. Utfallet speglar kostnader kopplade till uppstart av projekt, noteringsprocessen, organisationsuppbyggnad och integration av Zustainment Bygg. Resultatet är i linje med en fas där kapacitet och struktur prioriteras framför kortsiktig lönsamhet.

## Kassaflöde från den löpande verksamheten

Trots det negativa resultatet visar kassaflödet en mer stabil utveckling. Under 2025 var kassaflödet sammantaget positivt om +1,4 MSEK, där utflöden från den löpande verksamheten täcktes av genomförda emissioner. Likviditeten stärktes året och uppgick vid periodens slut till cirka 2 MSEK, vilket bedöms vara tillräckligt för att möta kortfristiga åtaganden.

## Investeringar och förvärv

Investeringsverksamheten dominerades under perioden av förvärvet av Zustainment Bygg AB, vilket genomfördes genom en apportemission under första kvartalet 2025 och innebär att bolaget konsoliderats i koncernen från och med mars. Utöver detta har inga större investeringar genomförts under 2025. Finansieringsmässigt genomfördes emissioner om sammanlagt cirka 16,8 MSEK under perioden, varav cirka 8,0 MSEK avser apportemissionen kopplad till Zustainment Bygg-förvärvet. Sammantaget har dessa transaktioner stärkt kapitalbasen och skapat utrymme för fortsatt operativ utveckling och projektgenomförande.

## Förstärkt balansräkning

Balansomslutningen ökade till cirka 38 MSEK mot slutet av 2025, från 26,4 MSEK 2024. Det egna kapitalet stärktes till 17,1 MSEK, drivet av emissionerna och goodwill samt utvecklingsutgifter från Zustainment Bygg-förvärvet. Soliditeten uppgick till 45 % 2025, en markant förbättring jämfört med 30 % 2024. Koncernens räntebärande skulder uppgick till 13,4 MSEK, vilket efter omstruktureringen innebär att finansieringen nu till största del ligger i dotterbolaget Norden Estates Sösdala AB. Nettoskulden förbättrades till 11,5 MSEK.

## Utblick och finansiell slutsats

Norden Estates står inför en fas där struktur, leveranskapacitet och referensprojekt börjar ge finansiellt genomslag. Med ökande projektvolym, förbättrad kostnadskontroll och full integration av Zustainment Bygg bedömer vi att förutsättningarna för ett förbättrat kassaflöde och EBITDA-resultat under 2026 är goda. Samtidigt visar Q4-rapporten att bolaget stärkt balansräkningen, förbättrat soliditeten och minskat nettoskulden — vilket skapar en mer robust finansiell plattform inför nästa steg i tillväxtstrategin.

## Intäkts- och lönsamhetsestimat

Prognosen för 2026–2028 bygger på våra estimat och visar en tydlig tillväxtplan där både omsättning och lönsamhet bedöms förbättras successivt. Vi estimerar att nettoomsättningen ökar från 38,5 MSEK under 2026 till 102 MSEK 2028, i takt med att affärsområden och leveranskapacitet skalas upp.

### Underliggande operativ utveckling

Vår bedömning av den operativa utvecklingen baseras främst på justerad EBITDA, där jämförelsestörande kostnader kopplade till notering och strukturella investeringar exkluderas. Vi estimerar att justerad EBITDA uppgår till cirka 5,9 MSEK 2026 och stärks till 13,2 MSEK 2027, för att vidare förbättras till omkring 17,4 MSEK 2028. Utvecklingen bygger på antagandet att kostnadsbasen växer långsammare än intäkterna och att bolaget successivt kan dra nytta av skalbarhet i leveransmodellen.

### Jämförelsestörande poster och rapporterat EBITDA

I våra antaganden ligger jämförelsestörande poster kvar som en negativ resultateffekt under perioden, men på en mer hanterbar nivå jämfört med den underliggande intjäningsförmågan. Vi estimerar att dessa poster minskar från cirka –2,0 MSEK 2026 till –1,1 MSEK 2027 och vidare till cirka –0,4 MSEK 2028. Det innebär att rapporterat EBITDA närmar sig den justerade nivån över perioden, i takt med att engångsposterna får mindre påverkan.

### Marginalförbättringar drivna av skalbarhet

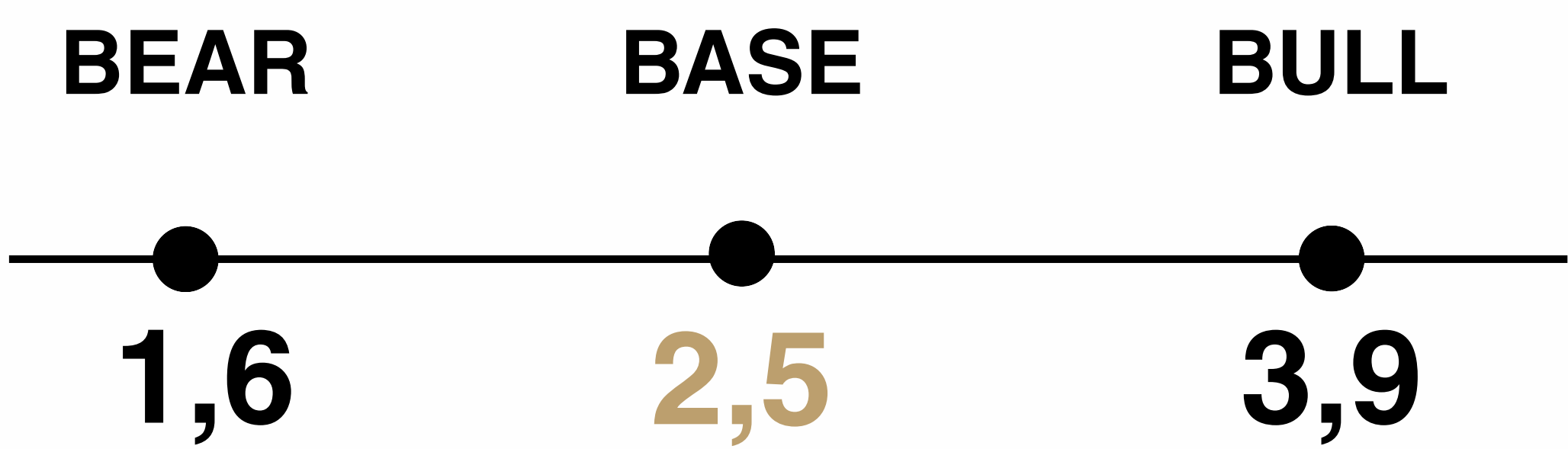
Vi bedömer att marginalerna stärks successivt under perioden. Den justerade EBITDA-marginalen estimeras uppgå till cirka 15,3 % 2026 och 18,0 % 2027, för att därefter stabiliseras på en fortsatt attraktiv nivå om cirka 17,0 % 2028. Förbättringen drivs av högre intäktsvolym i relation till kostnadsbasen, förbättrat resursutnyttjande och en mer optimerad kostnadsstruktur. Utfallet förutsätter att bolaget fortsätter balansera tillväxt med leveranskapacitet och bibehåller kostnadsdisciplin.

| KSEK                                       | E2026                  | E2027                   | E2028                   |
|--------------------------------------------|------------------------|-------------------------|-------------------------|
| <strong>Rörelsens intäkter</strong>        |                        |                         |                         |
| Nettoomsättning                            | 38 472                 | 73 389                  | 102 235                 |
| %y-o-y                                     | 153%                   | 92%                     | 39,3%                   |
| <strong>Operativa kostnader</strong>       |                        |                         |                         |
| Kostnad sålda varor & tjänster             | -23 288                | -43 039                 | -63 781                 |
| Övriga externa kostnader & personal        | -9 279                 | -17 166                 | -21 049                 |
| <strong>Justerad EBITDA</strong>           | <strong>5 905</strong> | <strong>13 184</strong> | <strong>17 405</strong> |
| Justerad marginal                          | 15,35%                 | 17,96%                  | 17,02%                  |
| <strong>Jämförelsestörande poster</strong> |                        |                         |                         |
| Notering & Strukturella investeringar      | -2 025                 | -1 120                  | -413                    |
| <strong>EBITDA</strong>                    | <strong>3 880</strong> | <strong>12 064</strong> | <strong>16 992</strong> |

Scenarioanalys- base

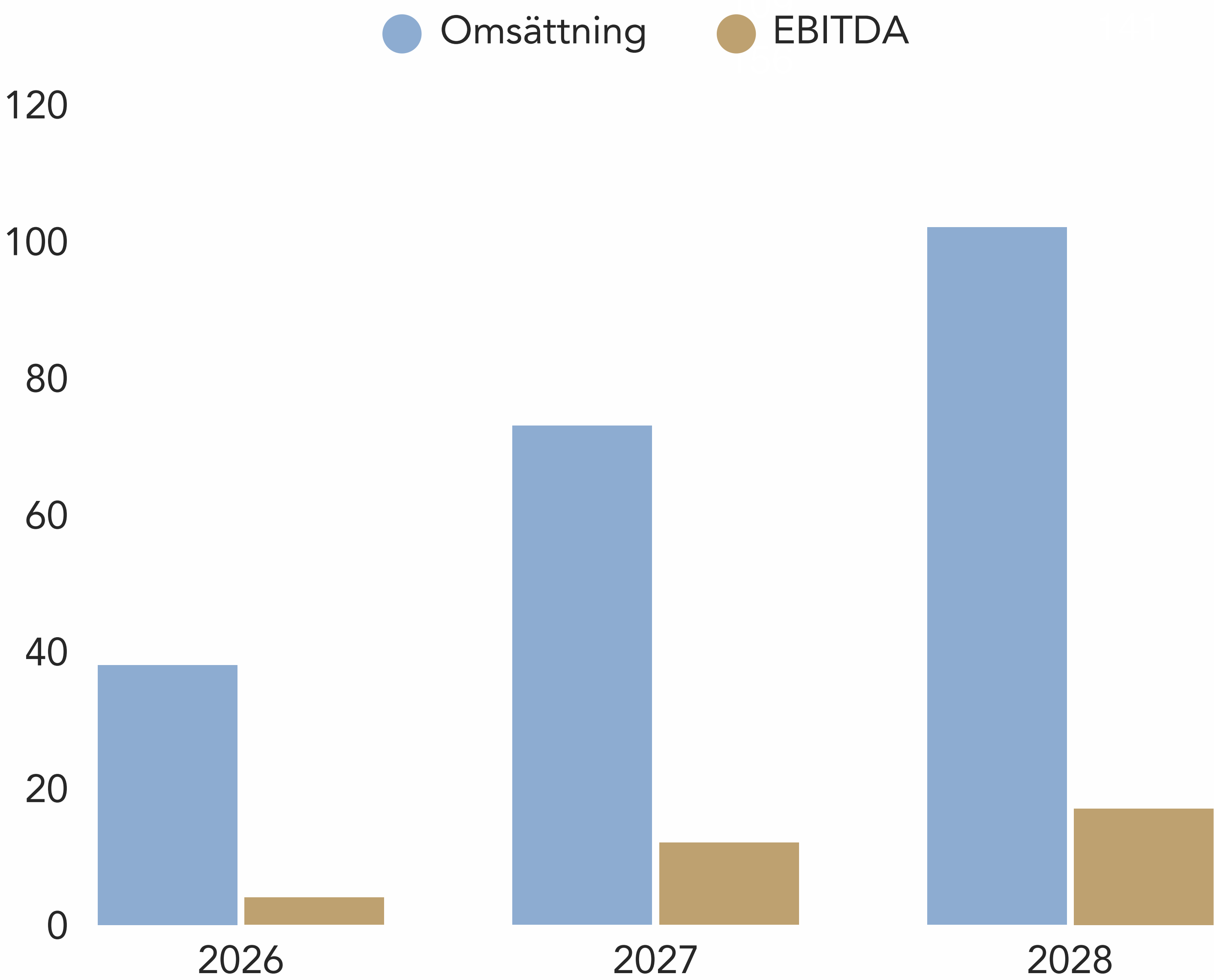
En värderingsmultipl om 10x EV/EBITDA för 2028e bedöms motiverad utifrån bolagets skalbara affärsmodell, ökande andel återkommande intäkter och förbättrade marginalprofil. De verifierade energibesparingarna i referensprojekten stärker kundvärdet och differentierar Norden Estates från traditionella bygg- och energibolag, vilket minskar affärsrisken i kommande projektvolym. Samtidigt möjliggör den integrerade modellen högre kapitaleffektivitet än typiska projektutvecklare, vilket successivt förbättrar kassaflödesgenereringen. I relation till relevanta GreenTech-, PropTech- och byggtekniska peers framstår 9x som en balanserad nivå som reflekterar både bolagets strukturella tillväxtpotential och kvarvarande exekveringsrisk i expansionsfasen.

VÄRDERINGSINTERVALL



| Scenario | EBITDA 2027E (MSEK) | EV/EBITDA | EV (MSEK) | Börsvärde (MSEK) |
|----------|---------------------|-----------|-----------|------------------|
| Bear     | 8,0                 | 10x       | 80        | 66               |
| Base     | 12,1                | 10x       | 121       | 104              |
| Bull     | 17,4                | 10x       | 174       | 160              |

Omsättningsestimat base-scenario

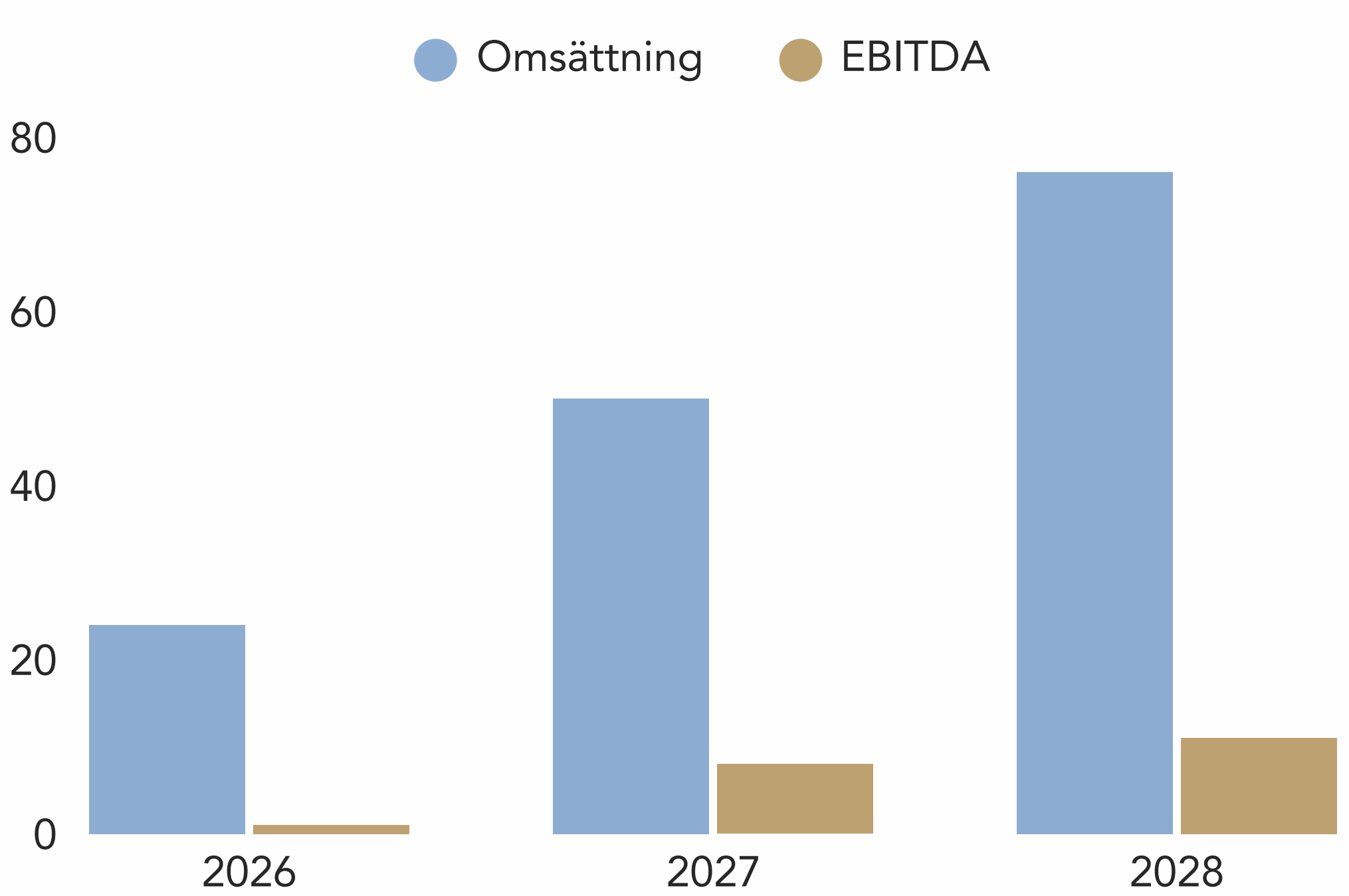


Risker

- **Projekt- och kundfinansiering** kan påverkas av långa beslutscykler som förskjuter order
- **Makroläge** och förändrade energiregler kan påverka investeringstakten.
- **Resursrisker** vid uppskalning av leveranskapacitet.

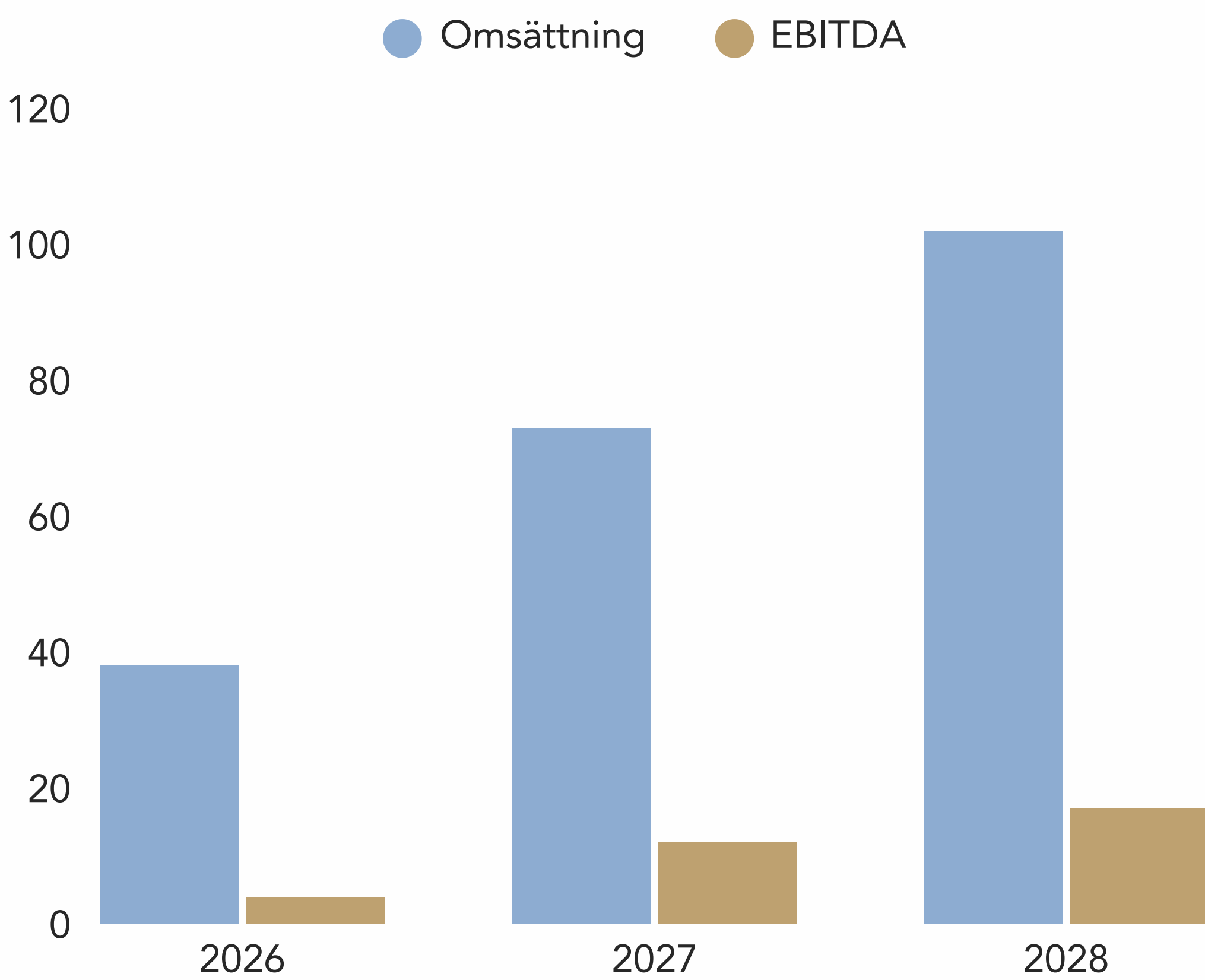
BEAR

I bear-scenariot antar vi att Norden Estates möter fortsatta operativa utmaningar, där flera planerade projekt försenas och endast en mindre del av pipelinen faktiskt konverteras till order. Omsättningen ökar men i en långsammare takt och når cirka 50 MSEK 2027, trots en underliggande större projektvolym. Energisystemprojekten realiseras i begränsad omfattning och vissa upphandlingar skjuts fram, vilket gör att kapaciteten inte utnyttjas fullt ut. EBITDA-marginalen antas ligga kring 16 %, motsvarande ett EBITDA-resultat på 8 MSEK. Sammantaget speglar bear-scenariot ett utfall där förseningar och lägre konverteringsgrad dämpar värdeskapandet, med ett indikativt värde per aktie kring 1,6 kr.



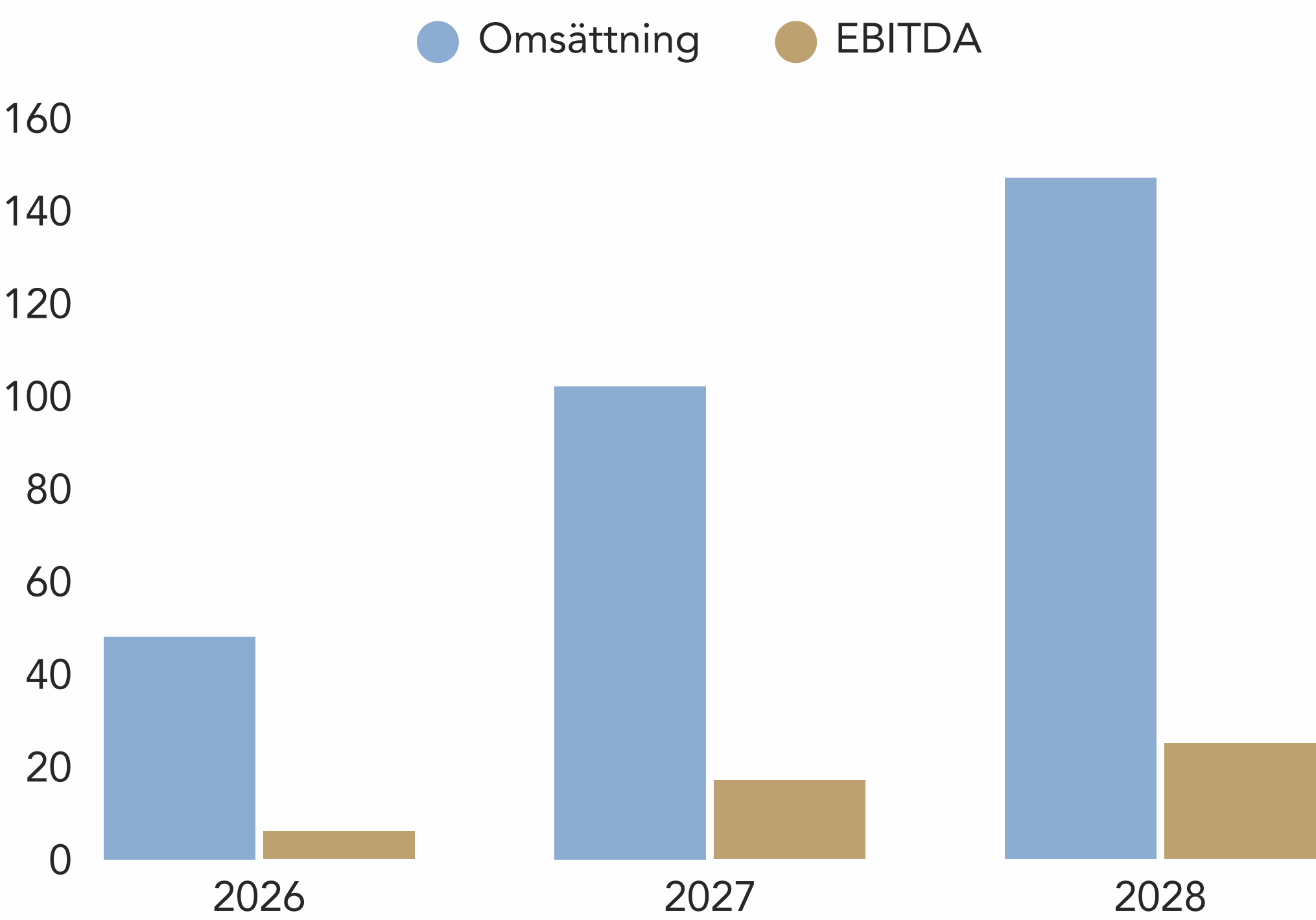
BASE

Base-scenariot beskriver ett mer normaliserat förlopp där Norden Estates löpande lyckas konvertera sin pipeline i faktiska projekt utan större störningar. Här antar vi att en majoritet av de identifierade affärsmöjligheterna inom entreprenad och energisystem realiseras enligt plan, vilket driver omsättningen till cirka 73 MSEK 2027. Konverteringsgraden är god men inte extrem, och projekten fördelas över tid på ett sätt som möjliggör effektiv resursanvändning och skalbarhet. EBITDA-marginalen når cirka 17 %, motsvarande ett EBITDA på 12,1 MSEK, drivet av en balanserad mix mellan entreprenadintäkter och energisystem samt en kostnadsbas som fortsatt är anpassad för tillväxt. Det indikativa värdet per aktie i base-scenariot uppgår till cirka 2,5 kr.



BULL

Bull-scenariot förutsätter att Norden Estates lyckas både öka konverteringsgraden och korta ledtiderna, vilket innebär att en större andel av pipelinen realiseras i faktiska order. I detta scenario drivs tillväxten mot en omsättning på cirka 102 MSEK 2027, där energisystemen får ett snabbt genomslag och bidrar till en stark organisk expansion. EBITDA-marginalen ligger kring 17 %, men på en betydligt högre volym vilket genererar ett EBITDA-resultat på 17,4 MSEK. Scenariot beskriver ett läge där bolaget konverterar sin pipeline i hög grad och kapitaliserar på en allt bredare kundbas, med ett indikativt motiverat värde per aktie på 3,9 kr.



## 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 inga 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.