

4 juni 2026

## Norden Estates – Rapportkommentar Q1

Det första kvartalet 2026 bekräftar bilden av ett bolag som tagit ett tydligt steg från uppbyggnadsfas till faktisk operativ projektleverans.

Nettoomsättningen uppgick till 10,7 MSEK, motsvarande en ökning om 238 procent jämfört med samma period föregående år. Samtidigt förbättrades rörelseresultatet till -0,9 MSEK från -1,1 MSEK, vilket visar att den ökade aktivitetsnivån börjar få genomslag utan att kostnadsbasen skenar i samma takt.

### Framtidsutsikter

På projektsidan fortsatte arbetet med industriprojektet i Ystad, vilket är det första externa byggavtalet som tecknats helt i egen regi via Zustainment Bygg. Projektet blir därmed en viktig referens för Norden Estates förmåga att driva projektstyrning, uppföljning och leverans i den nya koncernstrukturen. Samtidigt rapporterar bolaget ett fortsatt ökat inflöde av förfrågningar och dialoger med fastighetsägare och byggaktörer inom industri- och logistiksegmentet, där fokus på driftsekonomi, energiprestanda och långsiktig kostnadskontroll ökar.

Efter periodens utgång nominerades Norden Estates till Årets Hållbarhetsprestation 2025 av Miljö & Utveckling. CAPALISE ser nomineringen som positiv ur ett positioneringsperspektiv, eftersom den stärker bolagets synlighet inom hållbarhet och energieffektivisering, samtidigt som referensvärdet i kunddialoger kan öka.

### CAPALISE bedömer

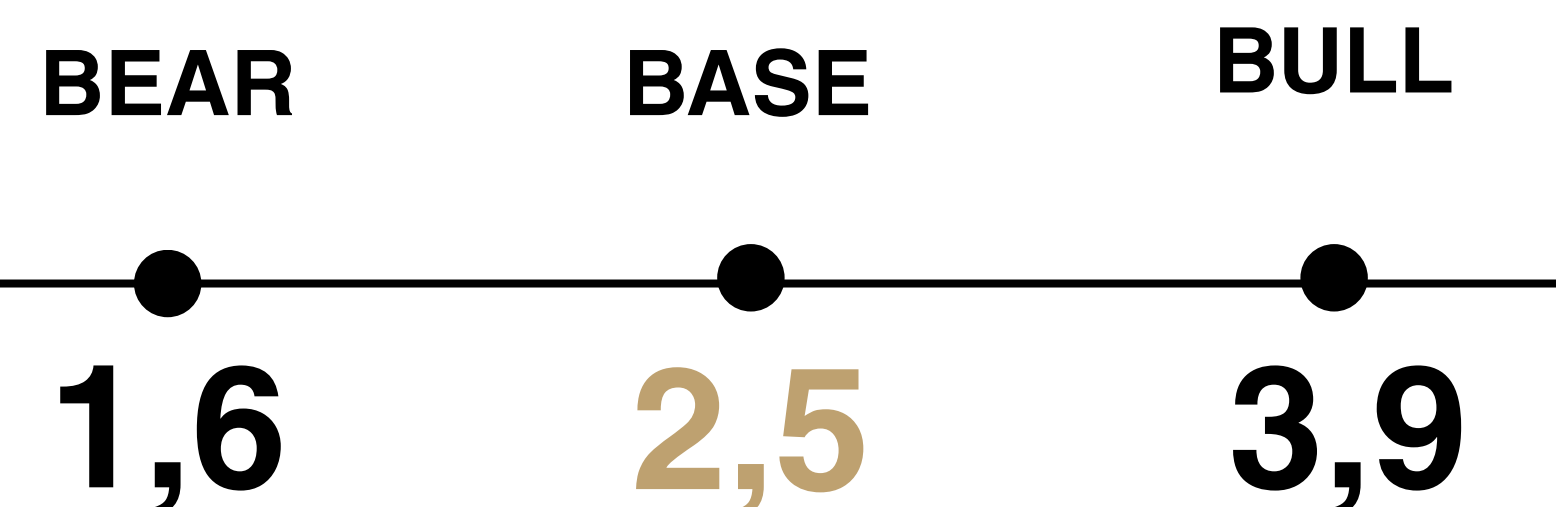
CAPALISE bedömer att Q1-rapporten stärker bilden av Norden Estates som ett bolag där värdet i allt högre grad börjar flyttas från struktur och strategi till faktisk projektleverans. Till skillnad från tidigare perioder, där fokus främst låg på uppbyggnad, integration och notering, visar Q1 att bolaget nu har en tydligare operativ intäktbas och att Zustainment Bygg kan bidra positivt på resultatnivå.

Vi ser särskilt positivt på att omsättningen ökade kraftigt samtidigt som resultatet förbättrades. Det indikerar att den nuvarande kostnadsbasen kan bära en högre projektvolym och att ytterligare omsättningsökning bör kunna få gradvis större genomslag i resultatet. För ett bolag i Norden Estates fas är detta en viktig signal, då skalbarheten i affärsmodellen först blir tydlig när fler projekt går från dialog och orderstock till faktisk leverans.

Samtidigt är den finansiella ställningen fortsatt en punkt att bevaka. Bolaget beskriver detta främst som en tidsmässig effekt kopplad till rörelsekapital och fakturering i pågående projekt, men det gör ändå att förbättrad kassaflödesstyrning blir en central faktor under kommande kvartal.

Vi behåller våra estimat oförändrade och upprepar vårt värderingsintervall om 1,6–3,9 SEK per aktie, med 2,5 SEK i base-scenariot. Värderingen bygger fortsatt på att Norden Estates successivt konverterar sin projektpipeline till faktiska leveranser och att EBITDA blir mer representativt för bolagets underliggande intjäningsförmåga framåt.

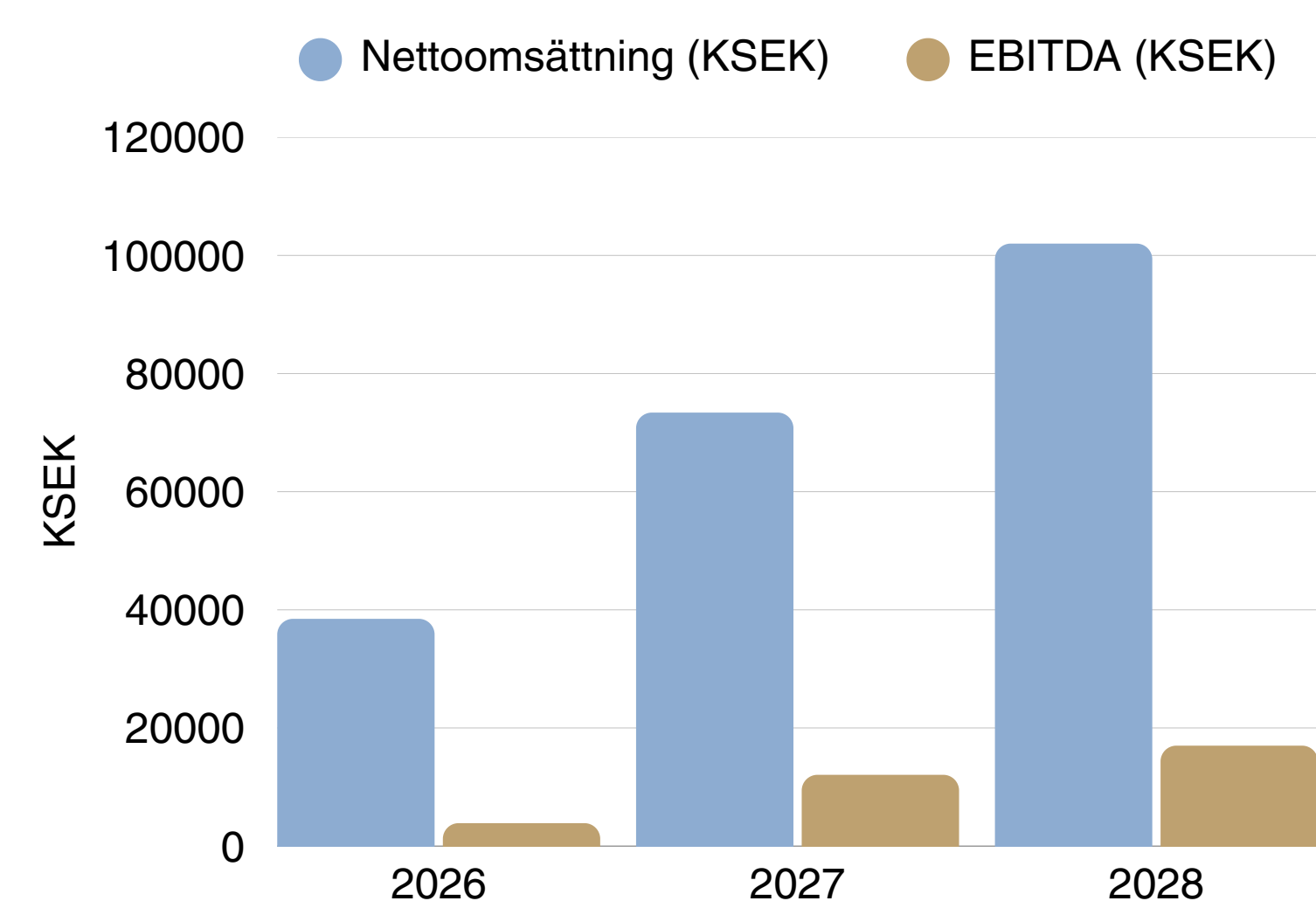
### VÄRDERINGSINTERVALL



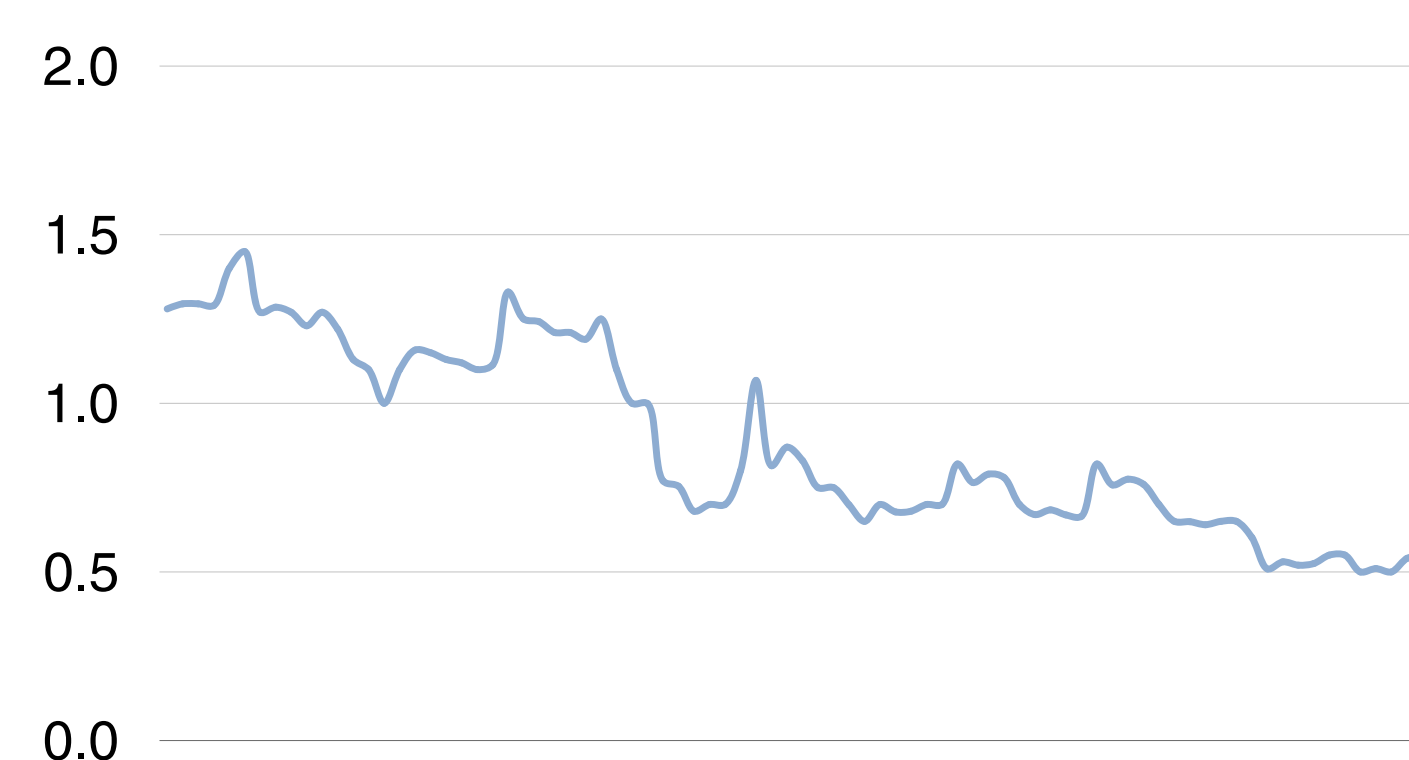
### Fakta

Kurs:	0,45
Börsvärde:	21,5
Antal aktier:	41 295 841
Lista	Spotlight Stock Market
VD:	Mikael Modig
Kommande rapport:	2026-08-28

### Estimat



### Kursutveckling



### Huvudägare

EM Holding AB	15,28%
Kamojo Invest AB	12,35%
Milolima Holding AB	12,19%
Nordnet Pensionsförsäkring	6,84%
AC Hässleholm AB	4,09%

= insynsperson

Uppdaterad: 31 mars 2026  
Källa: Millistream & Euroclear

### Analytiker

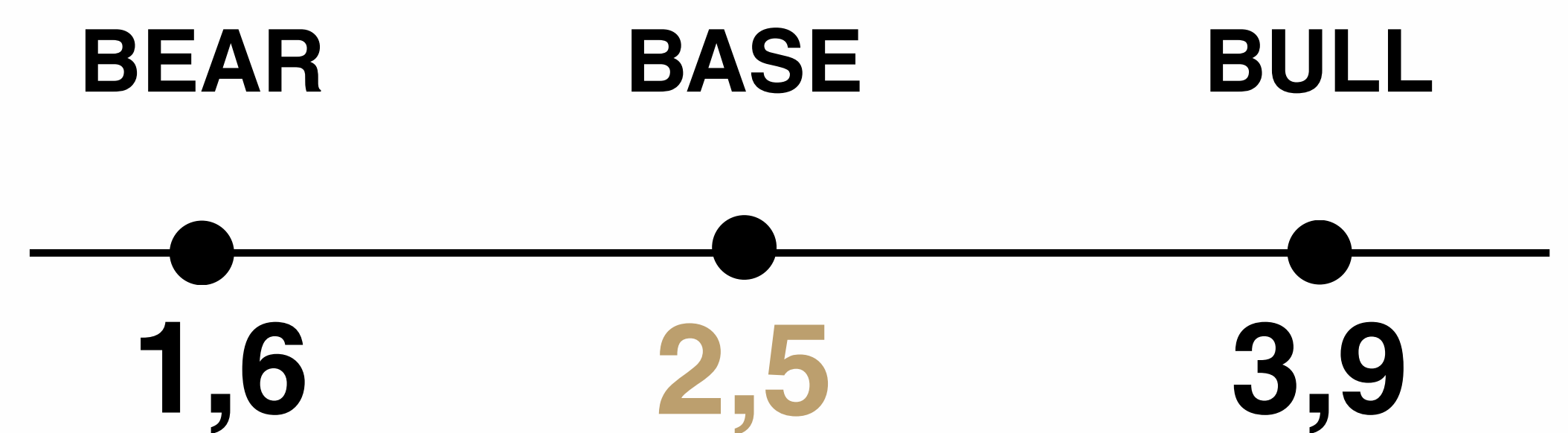
Felix Persson  
felix.persson@capalise.com

## 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

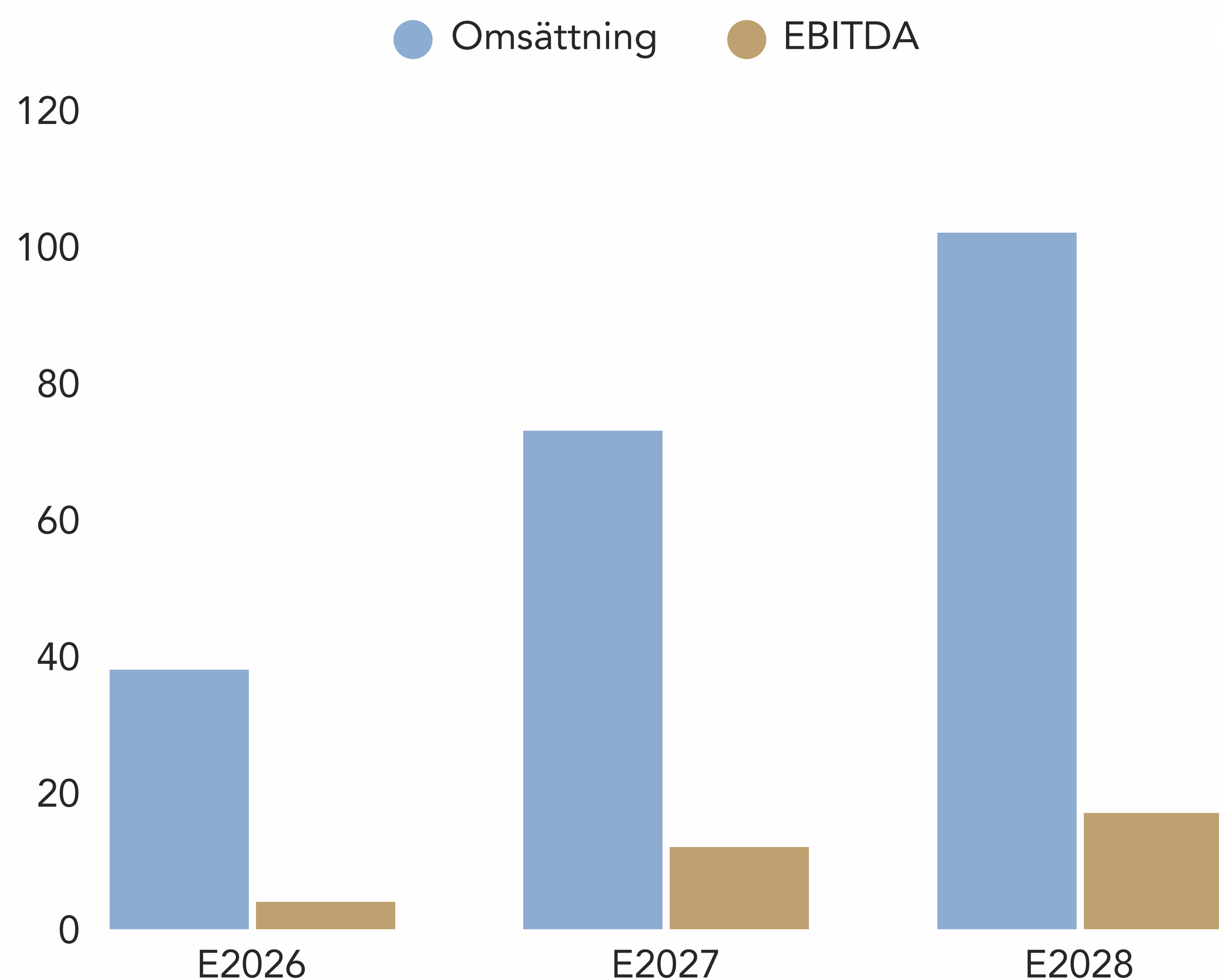
traditionella bygg- och energibolag, vilket minskar affärsrisken i kommande projektvolym. Samtidigt möjliggör den integrerade modellen högre kapitaleffektivitet än typiska projektutvecklare, vilket successivt förbättrar kassaflödesgenereringen. I relation till relevanta GreenTech-, PropTech- och byggtekniska peers framstår 10x som en balanserad nivå som reflekterar både bolagets strukturella tillväxtpotential och kvarvarande exekveringsrisk i expansionsfasen.

## VÄRDERINGSINTERVALL



Scenario	EBITDA E2028 (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



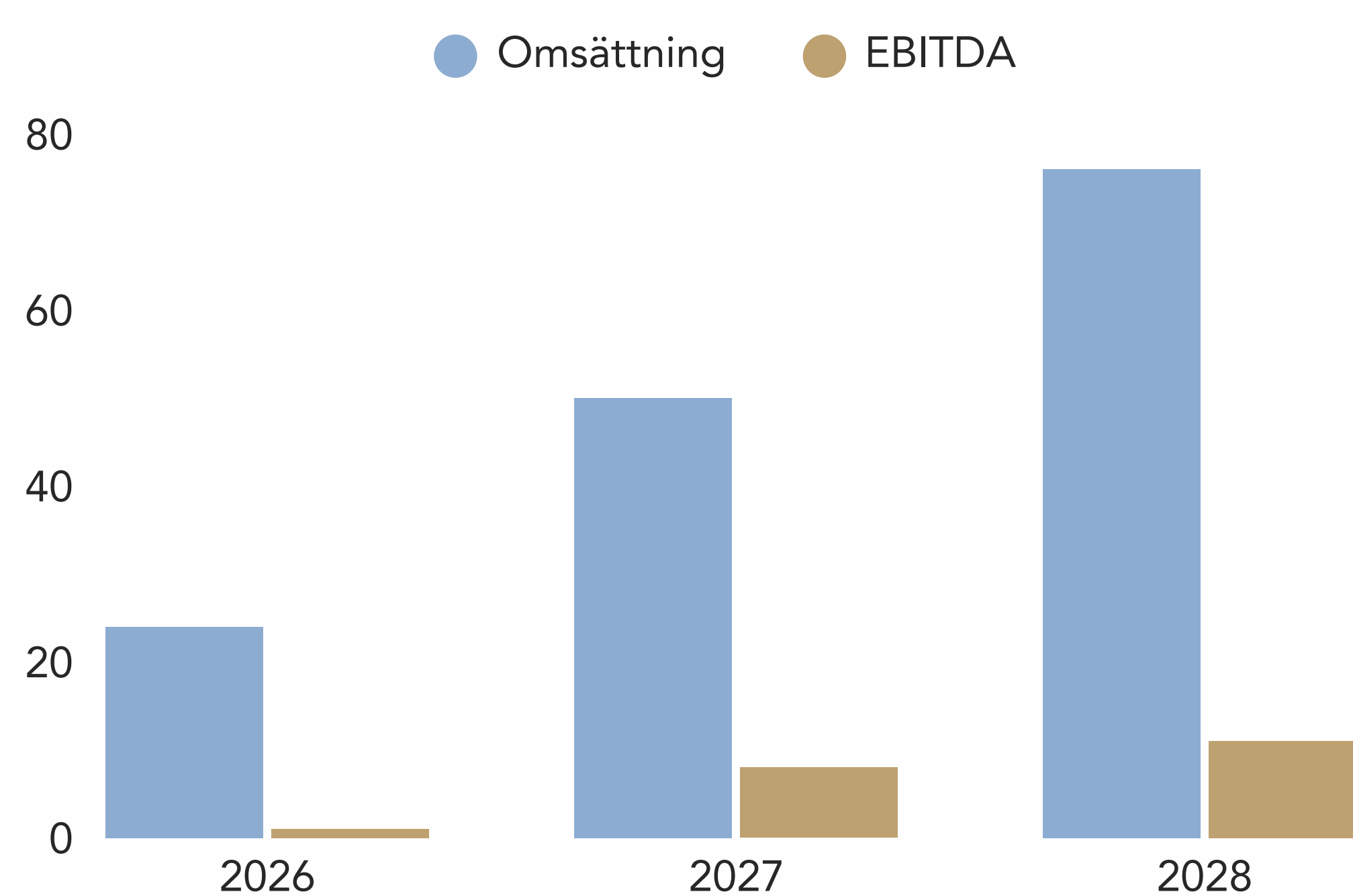
Källa: CAPALISE estimat

### 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**

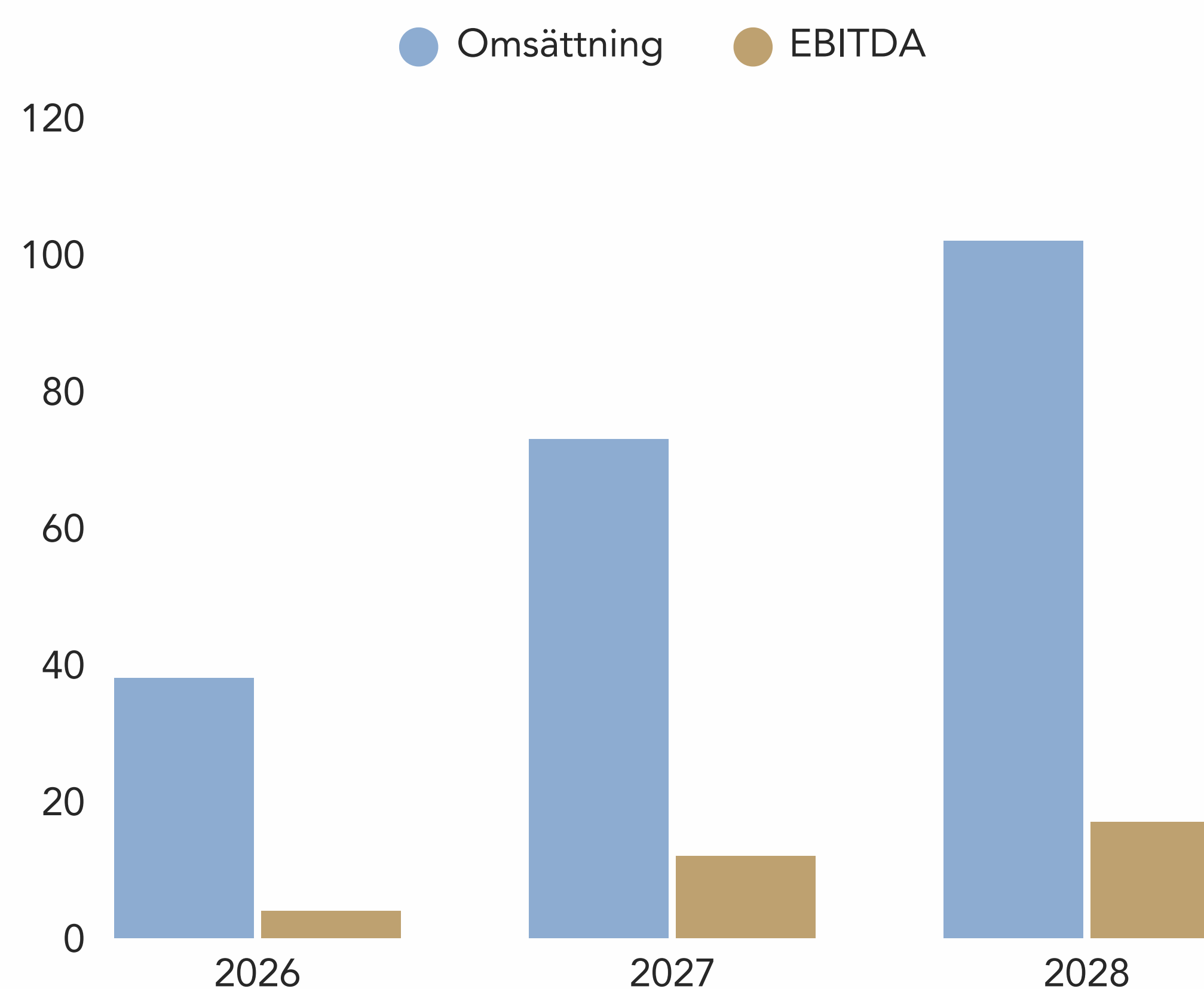
I bear-scenariot antar vi att Norden Estates möter fortsatta operativa utmaningar, där flera planerade projekt försenas och endast en mindre del av pipelinen faktiskt konverteras till order. Omsättningen ökar men i en långsammare takt och når cirka 50 MSEK 2027, trots en underliggande större projektvolym. Energisystemprojekten realiserar 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.



Källa: CAPALISE estimat

**BASE**

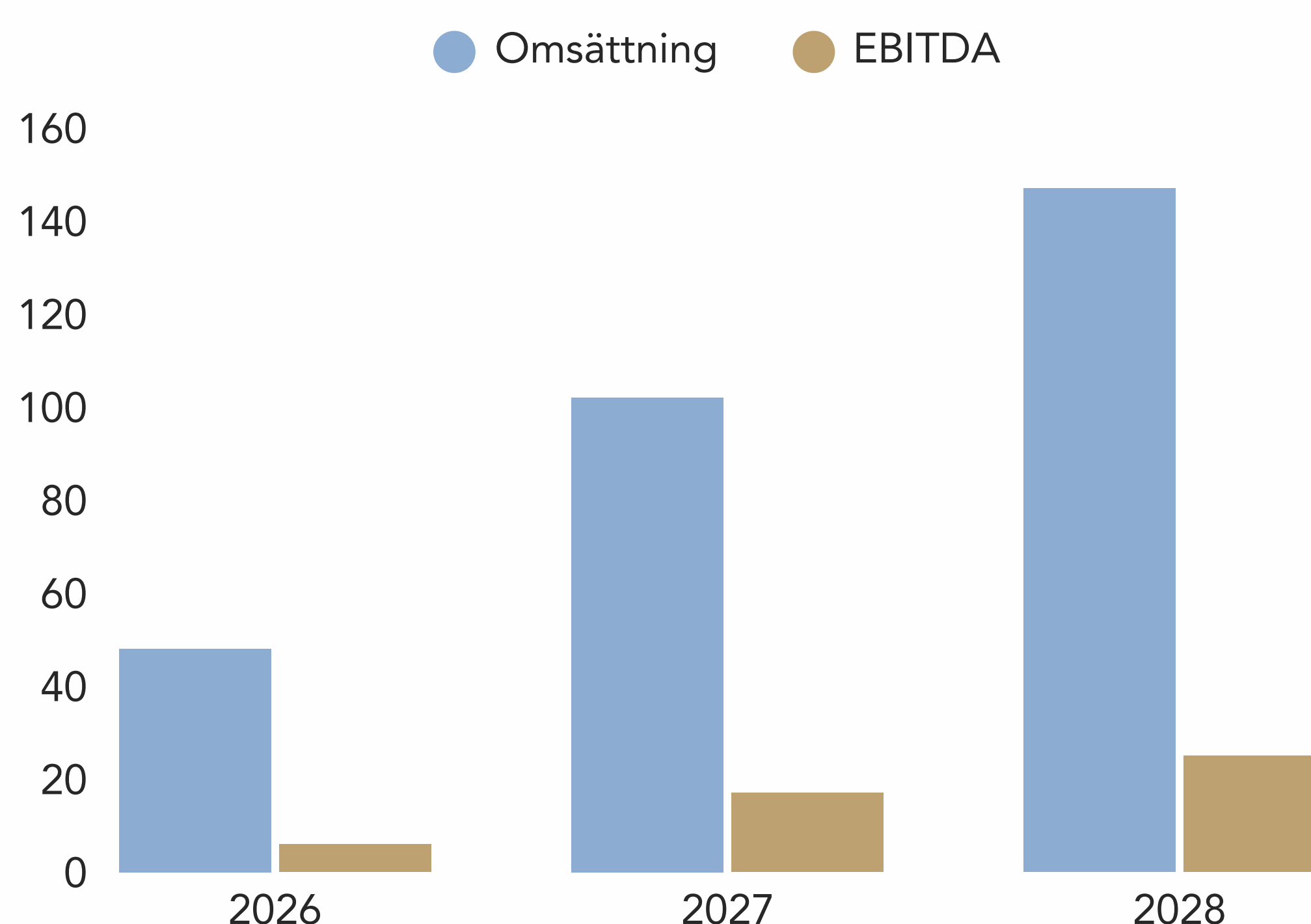
Base-scenariot beskriver ett mer normaliserat förlopp där Norden Estates löpande lyckas konvertera sin pipeline i faktiska projekt utan större störningar. Här antar vi att en majoritet av de identifierade affärsmöjligheterna inom entreprenad och energisystem realiserar enligt plan, vilket driver omsättningen 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.



Källa: CAPALISE estimat

**BULL**

Bull-scenariot förutsätter att Norden Estates lyckas både öka konverteringsgraden och korta ledtiderna, vilket innebär att en större andel av pipelinen realiserar 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.



Källa: CAPALISE estimat

## Stark intäktsstillväxt i Q1 2026

Koncernens nettoomsättning uppgick under Q1 2026 till 10,7 MSEK, jämfört med 3,2 MSEK motsvarande period föregående år. Ökningen om 238 procent speglar en tydligt högre operativ aktivitet i koncernen och att projektverksamheten nu utgör en mer betydande del av intäktsbasen.

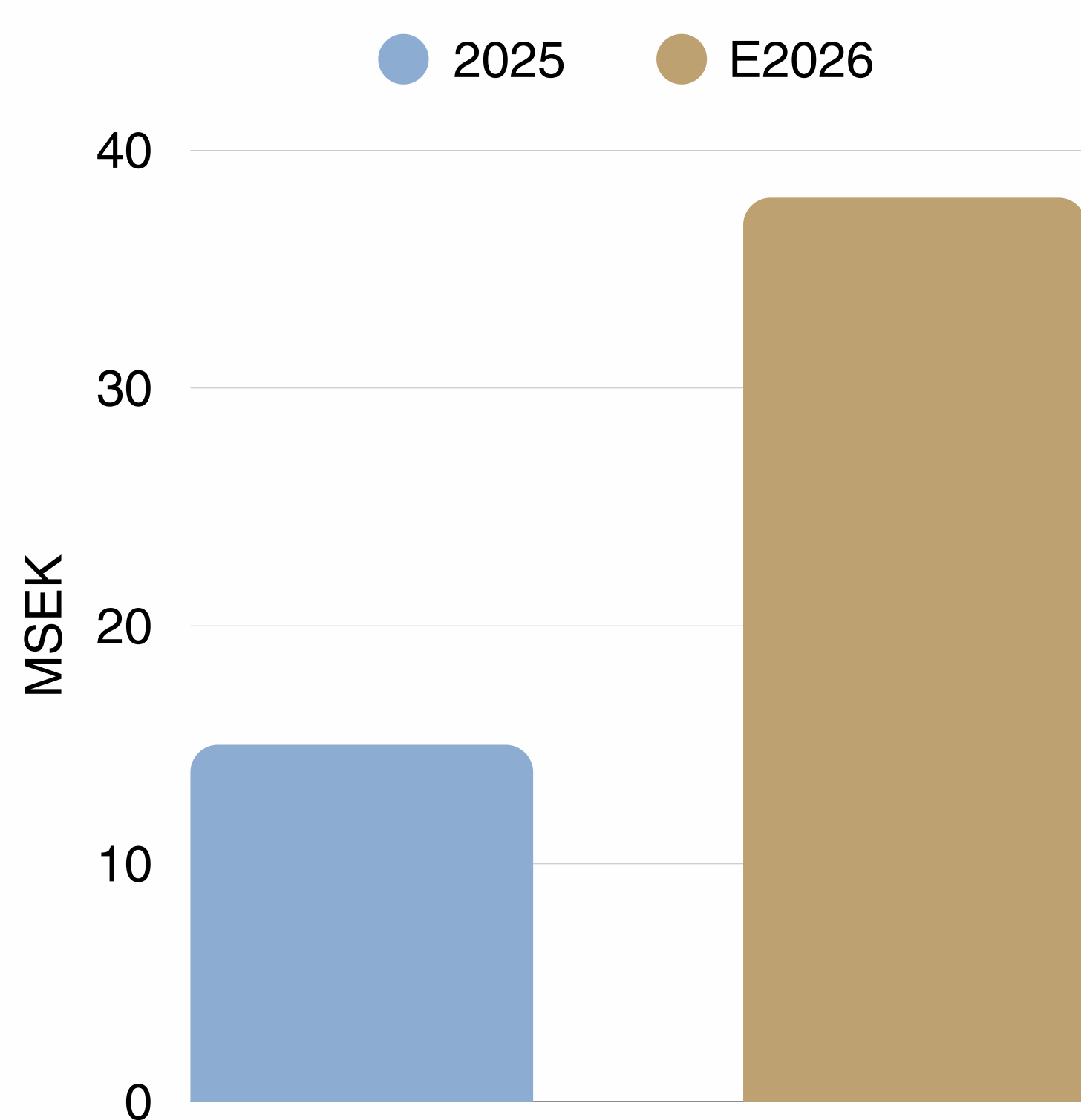
CAPALISE bedömer att intäktsstillväxten är den viktigaste datapunkten i rapporten. Norden Estates har under tidigare perioder värderats utifrån struktur, teknik och potentiell projektvolym. Q1 visar att bolaget nu börjar leverera intäkter på en nivå som bättre speglar den nya koncernstrukturen efter integrationen av Zustainment Bygg.

## Resultatutveckling och kostnadsstruktur

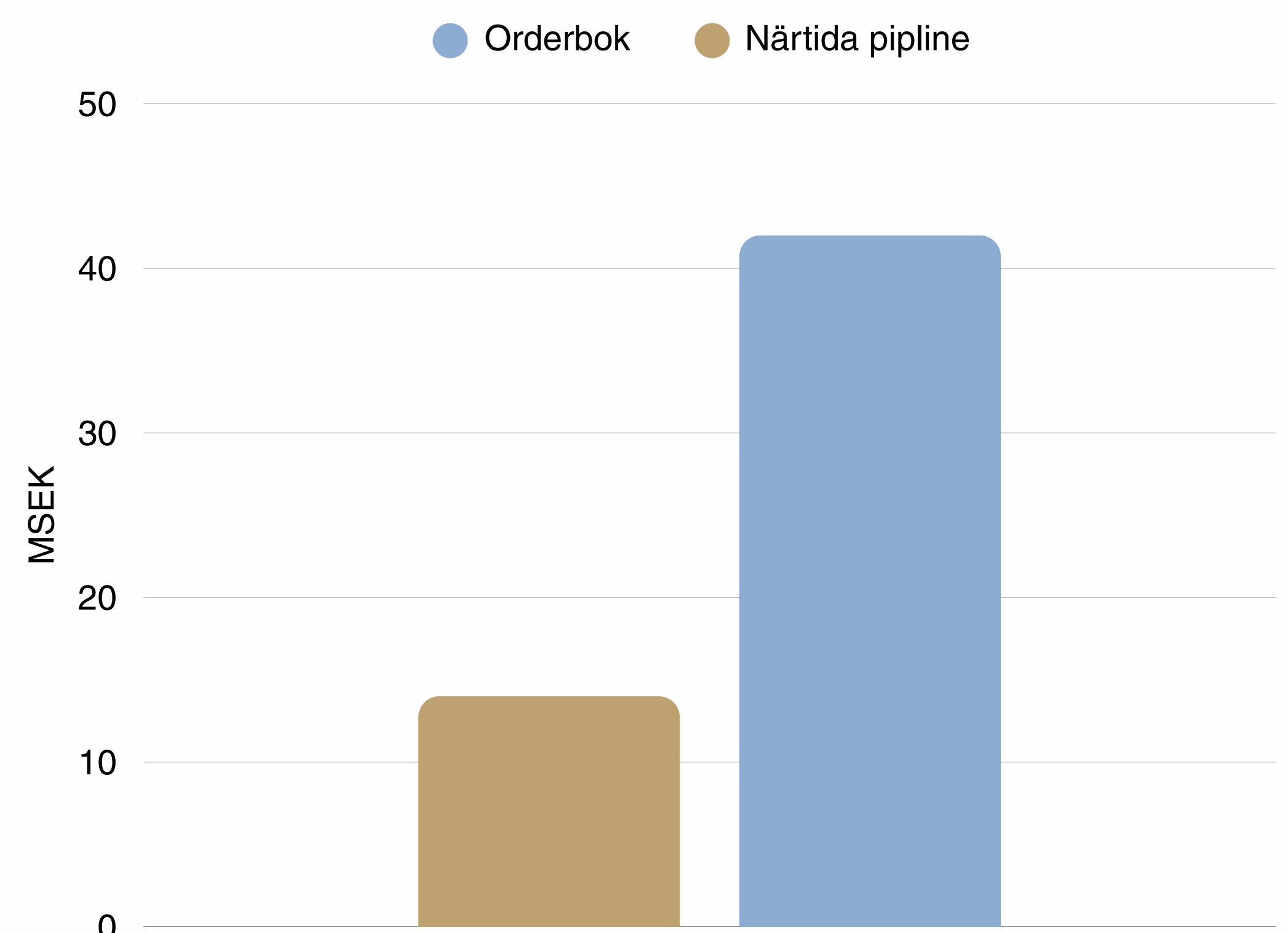
Rörelseresultatet uppgick till -0,9 MSEK, jämfört med -1,1 MSEK föregående år. Resultatet efter skatt uppgick till -1,0 MSEK och resultat per aktie till -0,03 SEK. Även om resultatet fortsatt är negativt är riktningen positiv, särskilt eftersom omsättningen ökade kraftigt samtidigt som förlusten minskade.

CAPALISE ser detta som ett tecken på att kostnadsbasen kan absorbera högre projektvolym. För ett bolag i Norden Estates fas är detta centralt. När projektvolymerna ökar bör en större del av bruttoresultatet kunna falla ned mot EBITDA, förutsatt att bolaget bibehåller kostnadskontroll och marginaldisciplin.

### Omsättning



### Orderläge och Pipeline



Källa: CAPALISE estimat

## Zustainment Bygg bekräftar modellen

Dotterbolaget Zustainment Bygg redovisade ett positivt resultat under kvartalet. Detta är enligt CAPALISE särskilt viktigt eftersom bolaget utgör koncernens operativa bygg- och projektplattform. Det innebär att Norden Estates inte enbart har byggt en strategisk struktur, utan även börjat visa att den kan fungera i praktiken ur ett lönsamhetsperspektiv.

Ystadprojektet blir därför en central referens. Projektet visar hur Norden Estates kan ta ett externt byggavtal i egen regi och använda Zustainment Bygg för genomförande, projektstyrning och uppföljning. Om Ystad genomförs med god kontroll stärker det både bolagets kommersiella trovärdighet och möjligheten att vinna fler projekt.

## Kassaflödet påverkat av projektverksamheten

Kassaflödet under Q1 2026 påverkades främst av förändringar i rörelsekapital kopplat till den ökade projektverksamheten. Det totala kassaflödet för kvartalet uppgick till -1,2 MSEK, samtidigt som likvida medel vid periodens utgång uppgick till 0,8 MSEK. Bolaget beskriver detta huvudsakligen som en tidsmässig effekt, där delar av faktureringen i pågående projekt ännu inte hade reglerats vid kvartalets utgång.

CAPALISE bedömer att detta är en naturlig men viktig effekt att följa i en projektbaserad verksamhet. När omsättningen ökar snabbt kan kapital tillfälligt bindas i kundfordringar, pågående arbeten och projektkostnader innan motsvarande betalningar kommer in. Det innebär att en växande projektvolym inte automatiskt stärker kassan kortsiktigt, även om den underliggande affärsaktiviteten är positiv. För Norden Estates blir därför rörelsekapitalhanteringen en central del av investeringscaset under 2026.

## Rörelsekapitalhantering blir avgörande nästa fas

Norden Estates befinner sig i en fas där bolaget går från strukturuppbyggnad till genomförande. Det innebär att fokus skiftar från att enbart bygga upp organisation och projektportfölj till att säkerställa att projekten också ger tydliga betalningsflöden. Med högre omsättning, fler aktiva projekt och större ansvar i projektkedjan ökar även behovet av tydliga betalningsvillkor, förskottsbetalningar och löpande fakturering kopplad till projektens framdrift.

Detta är särskilt viktigt eftersom bolaget har en begränsad likviditetsbuffert. Vid periodens utgång uppgick kassan till 0,8 MSEK, vilket innebär att även mindre förskjutningar i kundbetalningar kan få tydlig påverkan på den kortsiktiga finansiella flexibiliteten. Samtidigt bedömer styrelsen att likviditeten är tillräcklig för att hantera bolagets kortfristiga åtaganden vid nuvarande verksamhetsnivå och befintlig projektportfölj.

CAPALISE bedömer att kommande kvartal därför blir viktiga för att visa att den ökade omsättningen också kan konverteras till ett förbättrat operativt kassaflöde. Om bolaget lyckas korta tiden mellan projektkostnad, fakturering och betalning kan kapitalomsättningen förbättras tydligt, vilket skulle minska behovet av extern finansiering och stärka förtroendet för affärsmodellen.

## CAPALISE bedömer

CAPALISE bedömer att Q1 visar två olika sidor av Norden Estates utveckling. Operativt är utvecklingen tydligt positiv, med kraftig omsättningstillväxt och positivt resultat i Zustainment Bygg. Finansiellt kvarstår dock behovet av att visa att tillväxten kan omvandlas till starkare kassaflöde och lägre kapitalbindning.

Vi ser kassaflöde och rörelsekapital som den viktigaste finansiella frågan under kommande kvartal. Om bolaget kan fortsätta öka projektvolymen samtidigt som fakturering, betalningsvillkor och kundfordringar förbättras, bör kassaflödesprofilen successivt stärkas. Det skulle i sin tur minska finansieringsrisken och ge ökad trovärdighet åt våra antaganden om förbättrad lönsamhet under 2026 och 2027.

Sammantaget bedömer CAPALISE att den finansiella ställningen är tillräcklig för nuvarande verksamhetsnivå, men att den begränsade kassan gör genomförandet mer känsligt för förskjutningar i betalningsflöden. Nästa tydliga bevispunkt blir därför inte bara fortsatt omsättningstillväxt, utan att omsättningen i högre grad börjar synas i kassan.

Vi väljer att inte göra några ändringar i våra estimat efter Q1-rapporten. Utfallet stärker bilden av att Norden Estates rör sig i rätt riktning, med tydlig omsättningstillväxt och positivt resultat i Zustainment Bygg. Mot den bakgrunden behåller vi våra prognoser oförändrade.

## Intäkts- och lönsamhetsestimater

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

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 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 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.