

1 september 2026

Zenergy – Rapportkommentar Q2

Det andra kvartalet 2026 visar fortsatt stegvis förbättring i Zenergys operativa utveckling, samtidigt som bolaget tagit flera viktiga steg för att föra projektportföljen närmare faktisk produktion och intäktsgenerering. Nettoomsättningen ökade till 5,0 MSEK (3,9), medan resultatet efter finansiella poster förbättrades tydligt till –4,7 MSEK (–8,1). Förbättringen drevs framför allt av högre intäkter och lägre produktionskostnader, även om verksamheten fortsatt redovisar förlust och negativt kassaflöde.

Framtidsutsikter

Den viktigaste utvecklingen under och efter kvartalet är enligt vår bedömning de framsteg som gjorts i Värnamo Rolstorp. Projektet omfattar 33 bostäder och har ett uppskattat affärsvärde om cirka 108 MSEK. Efter erhållet bygglov tecknade Zenergy ett villkorat byggnadskreditiv om 64 MSEK, samtidigt som den efterföljande företrädesemissionen tillför bolaget cirka 32,5 MSEK före emissionskostnader och kvittningar. Kapitalanskaffningen innebär enligt bolaget att det kapital som krävs för projektets initiala moment har säkerställts, vilket möjliggör aktivering av kreditivet och för projektet ytterligare ett steg mot byggstart.

Samtidigt har bredden i den kommersiella pipelinen ökat. Efter kvartalet har Zenergy bland annat inlett ett pilotprojekt med Top Housing, tecknat en avsiktsförklaring med RSG Stockholm kring en identifierad projektportfölj om cirka 360 lägenheter och ingått avtal med Wermlands Mur & Kakelteknik om ett gemensamt produktions- och entreprenadbolag i Skillingaryd. Den nya fabriksstrukturen är särskilt intressant då syftet är att dela kostnader och risker och därmed minska Zenergys exponering mot fabriakens fasta kostnadsbas.

CAPALISE bedömer

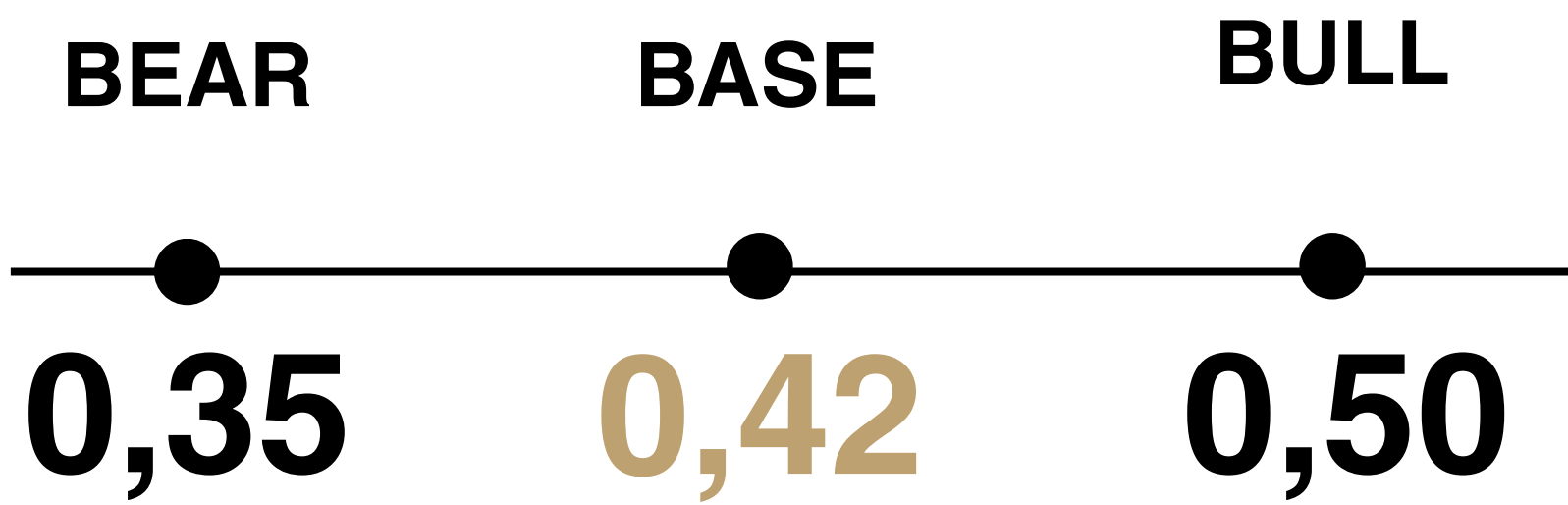
CAPALISE bedömer att Q2 innebär ett tydligt steg framåt i Zenergys genomförandefas. Med bygglov, villkorat byggnadskreditiv och genomförd kapitalanskaffning på plats har flera centrala hinder för Värnamo-projektet reducerats. Fokus flyttas därmed mot faktisk byggstart och genomförande, vilket vi fortsatt ser som den viktigaste värdedrivaren på kort sikt.

Utvecklingen i Skillingaryd är samtidigt positiv, där det planerade samägda produktionsbolaget kan minska exponeringen mot fasta kostnader och nya samarbeten skapa bättre förutsättningar för ökad fabriksbeläggning.

Den finansiella risken kvarstår dock. Likvida medel uppgick till 3,7 MSEK vid halvårsskiftet och det operativa kassaflödet var fortsatt negativt. Företrädesemissionen stärker likviditeten, men utvecklingen är fortsatt beroende av att planerade projektstarter och försäljningsvolymerna realiserar.

Vi behåller våra estimat oförändrade och upprepar vårt värderingsintervall om 0,35–0,50 SEK per aktie, med 0,42 SEK i base-scenariot.

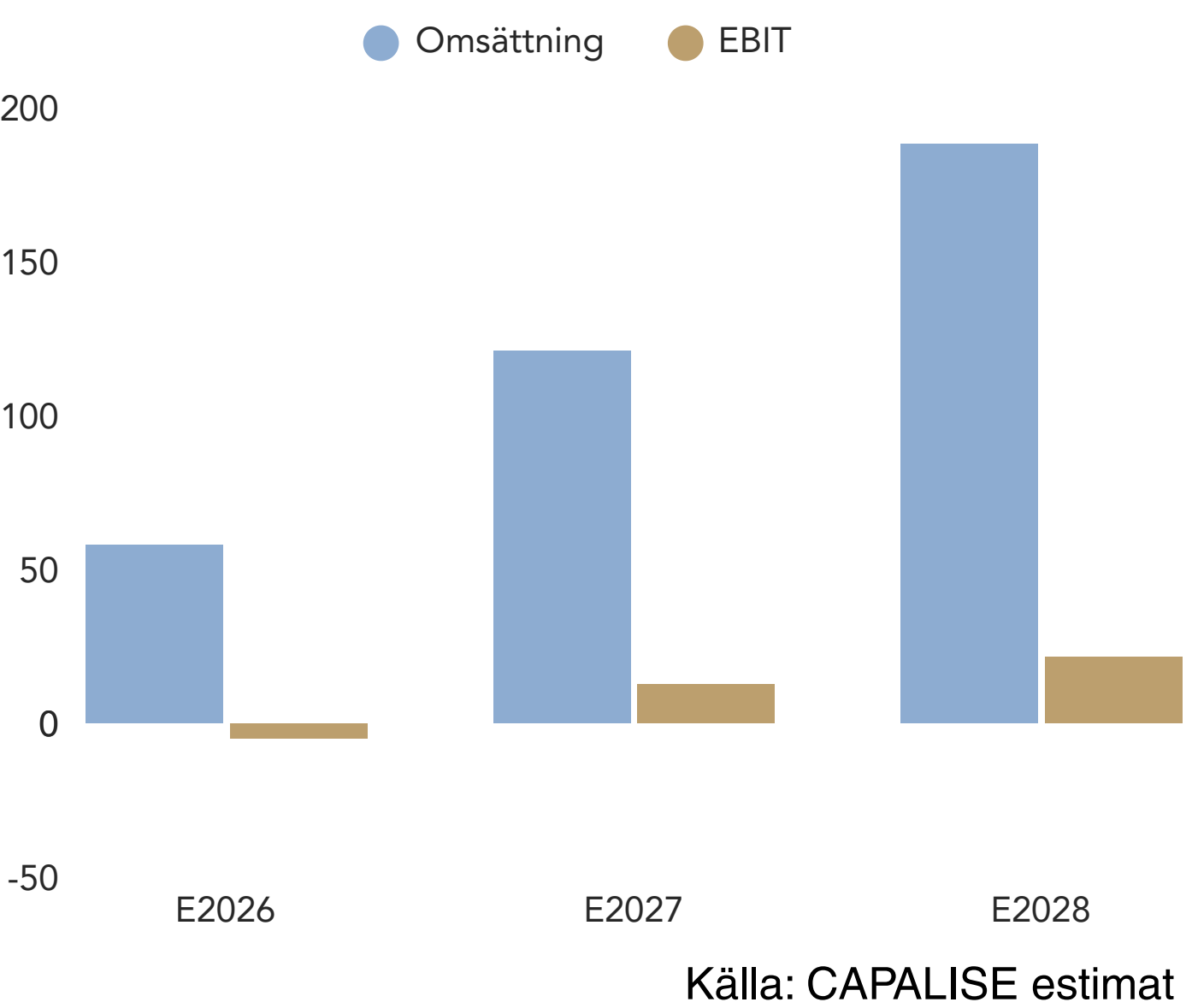
VÄRDERINGSINTERVALL



Fakta

Kurs:	0,0614
Börsvärde:	38,4 MSEK
Antal aktier:	627 999 981
Lista	Spotlight Stock Market
VD:	Sebastian Gustafson
Kommande rapport:	2026-11-27

Estimat



Kursutveckling



Huvudägare

Nordnet Pensionsförsäkring AB	18,54%
VIGGBYHOLMS GÅRD F. AB	9,42%
PAM Capital AB	8,46%
JJV Investment Group AB	4,80%
Avanza Pension	4,16%

Uppdaterad: 31 juni 2026
Källa: Millistream & Euroclear

Analytiker

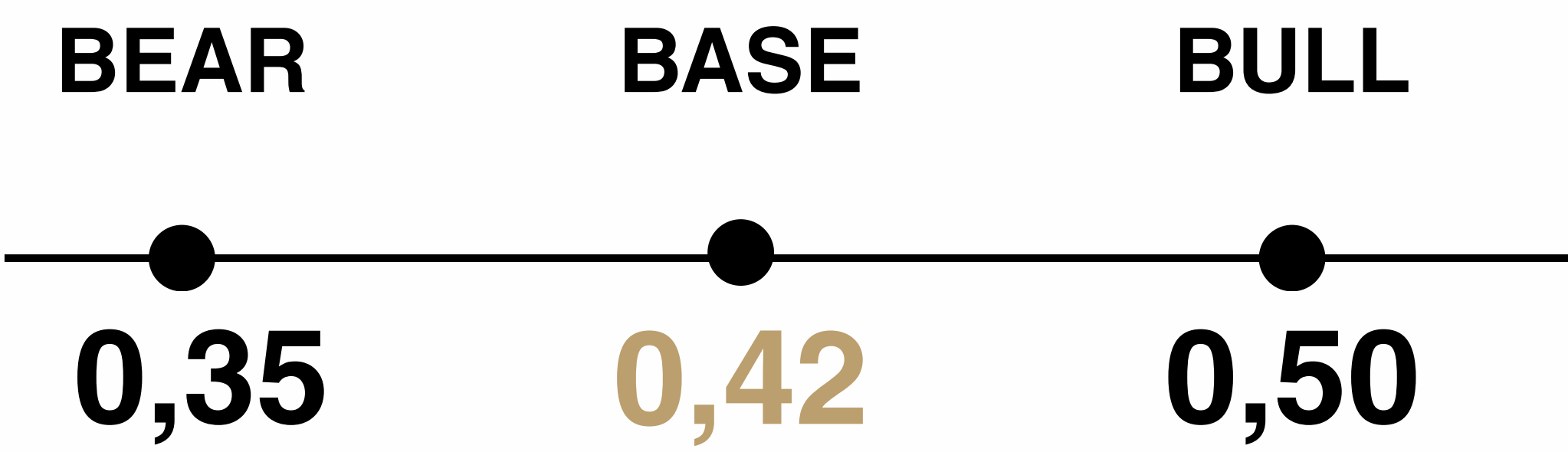
Felix Persson
Felix.Persson@capalise.com

Scenarioanalys- base

Företrädesemissionen är nu genomförd och tillförde bolaget cirka 32,5 MSEK före emissionskostnader och kvittningar. I vår värderingsbrygga använder vi en pro forma nettokassa om cirka 29,4 MSEK, vilket stärker det motiverade börsvärdet i samtliga scenarier.

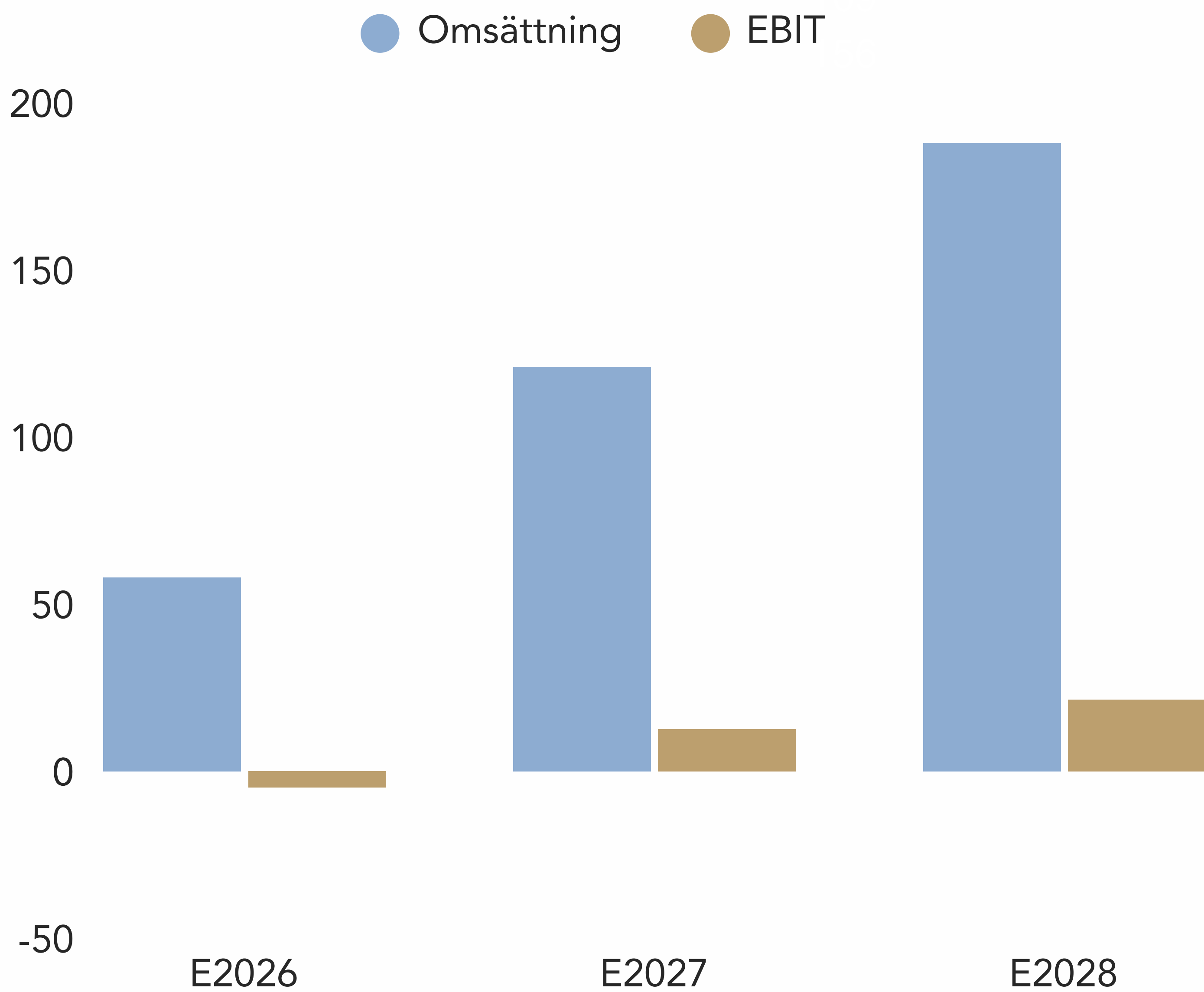
Vår värderingsansats är oförändrad i sin logik och baseras på en EV/EBIT-värdering av 2028E. Efter den genomförda företrädesemissionen bedömer vi att den kortsiktiga finansieringsrisken har reducerats, samtidigt som förutsättningarna för att föra Värnamo-projektet mot byggstart har stärkts. Mot denna bakgrund har vi satt en EV/EBIT multipel på 11x.

VÄRDERINGSINTERVALL



Scenario	EBIT 2028E (MSEK)	EV/EBIT	EV (MSEK)	Börsvärde (MSEK)
Bear	17,3	11x	190,5	219,9
Base	21,5	11x	236,5	265,9
Bull	26,1	11x	287,3	316,8

Omsättningsestimat base-scenario



Källa: CAPALISE estimat

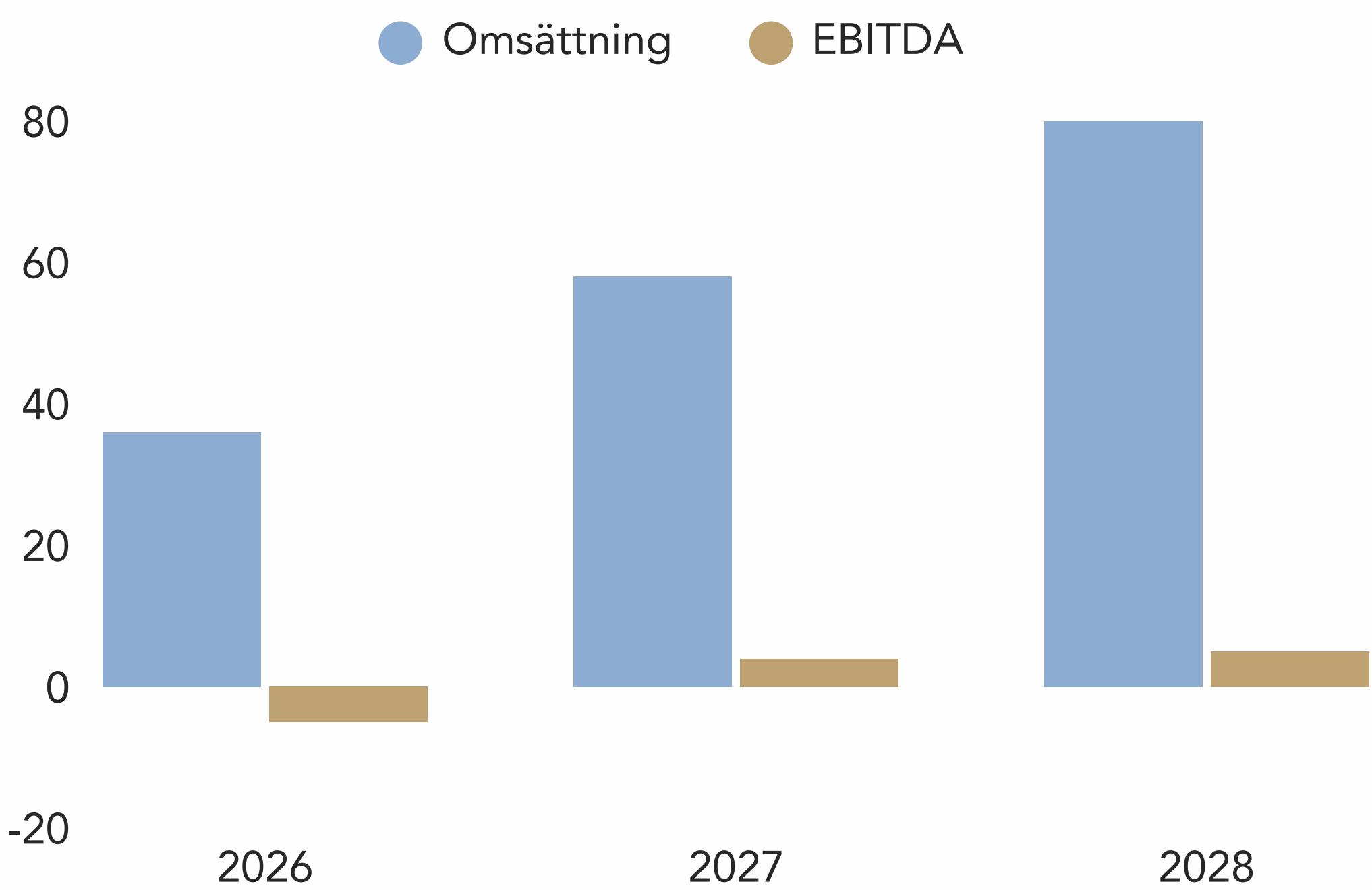
Risker

- **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 pipelineen 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 0,35 kr.

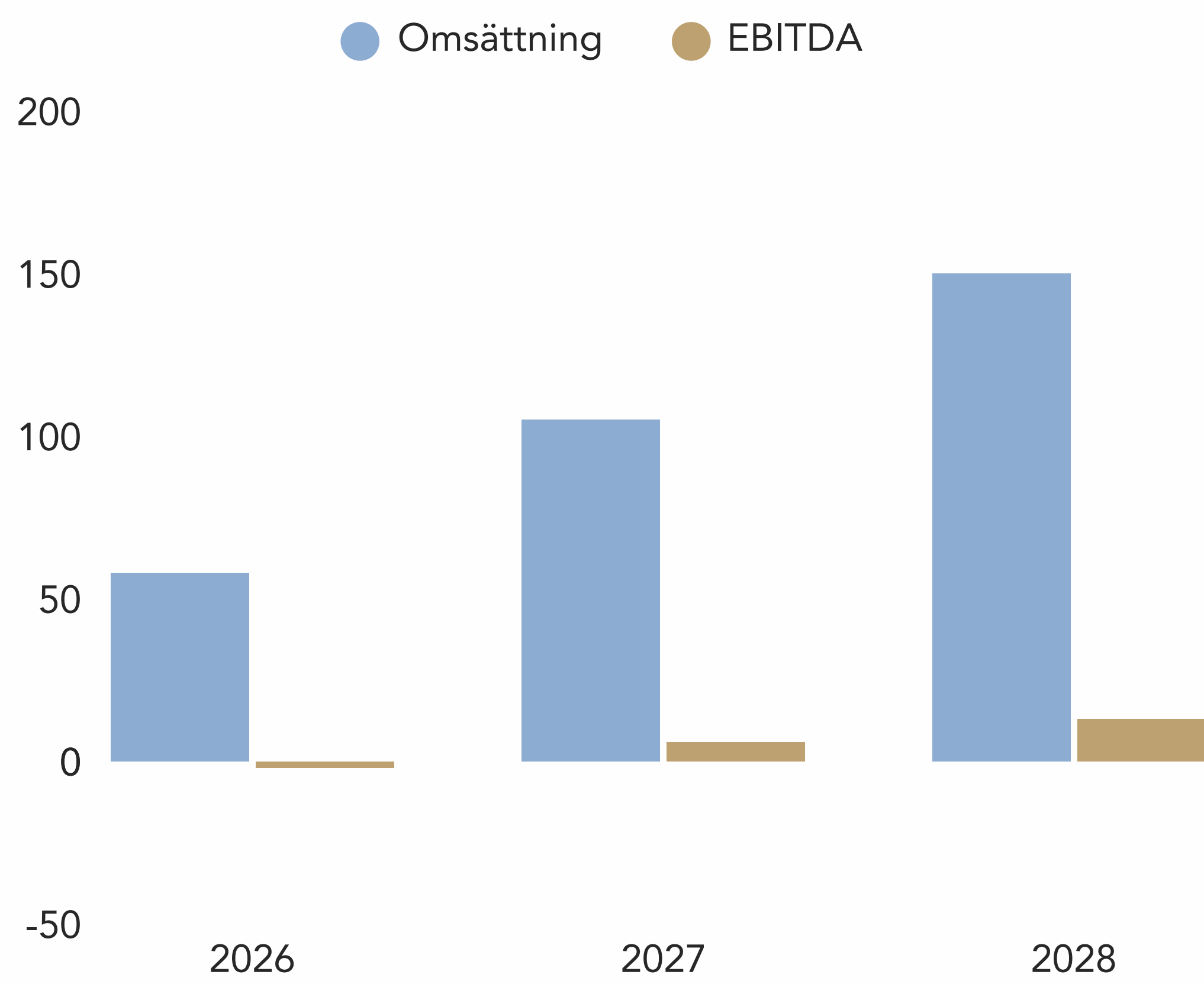


Källa: CAPALISE estimat

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 0,42 kr.

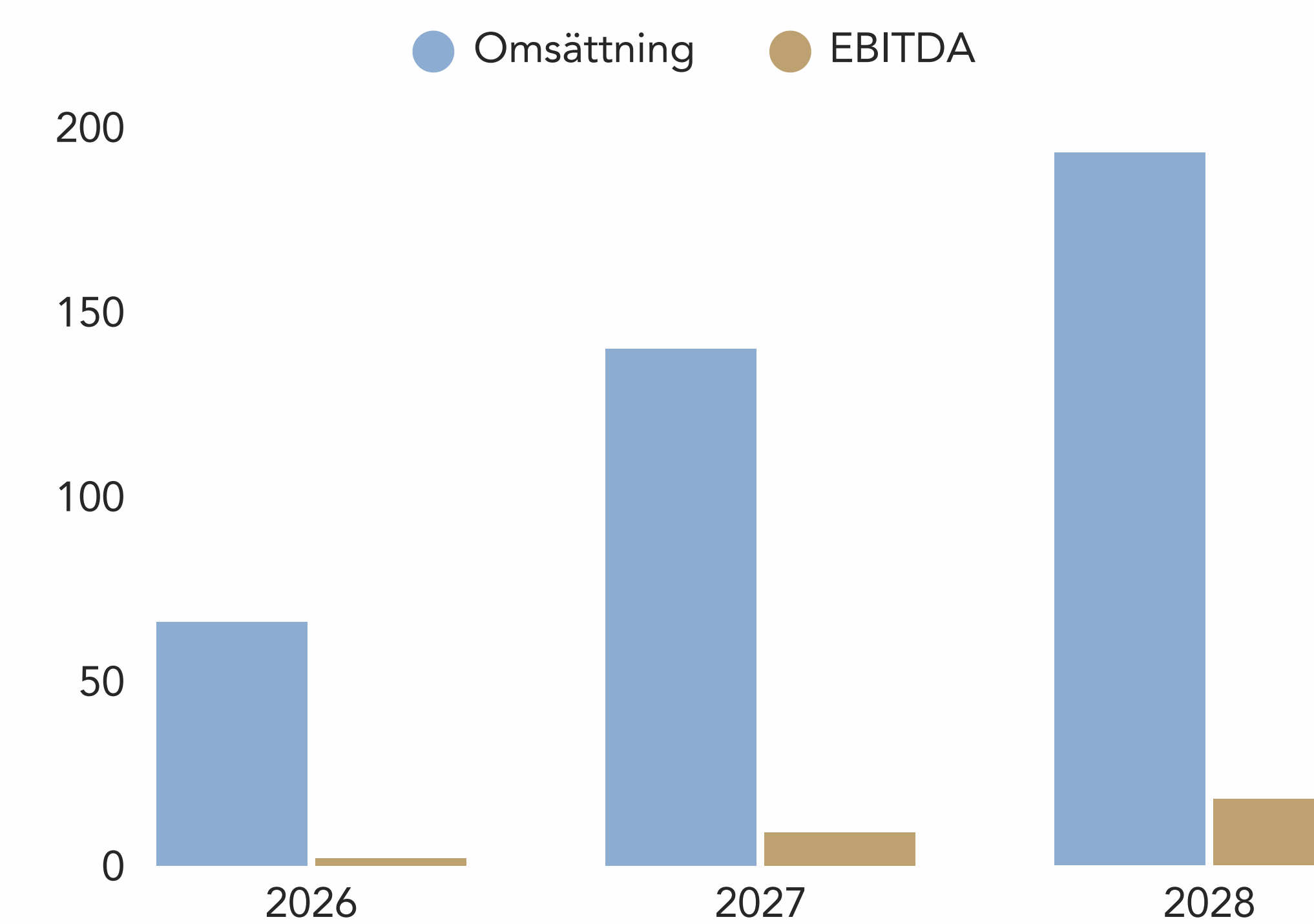


Källa: CAPALISE estimat

BULL

Bull-scenariot förutsätter att Zenergy höjer konverteringsgraden och kortar ledtiderna, så att en större andel av pipelineen 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 0,5 kr.



Källa: CAPALISE estimat

Positionerat för genomförande

Zenergy går in i andra halvåret 2026 med en bredare projektportfölj och förbättrade finansiella förutsättningar för att ta flera projekt vidare mot genomförande. Under första halvåret har fokus successivt flyttats från omställning och projektutveckling till finansiering, byggstart och ökad beläggning i produktionen. Samtidigt fortsätter arbetet med att effektivisera kostnadsbasen och skapa en mer flexibel produktionsmodell.

Intäktsutveckling i Q2 2026

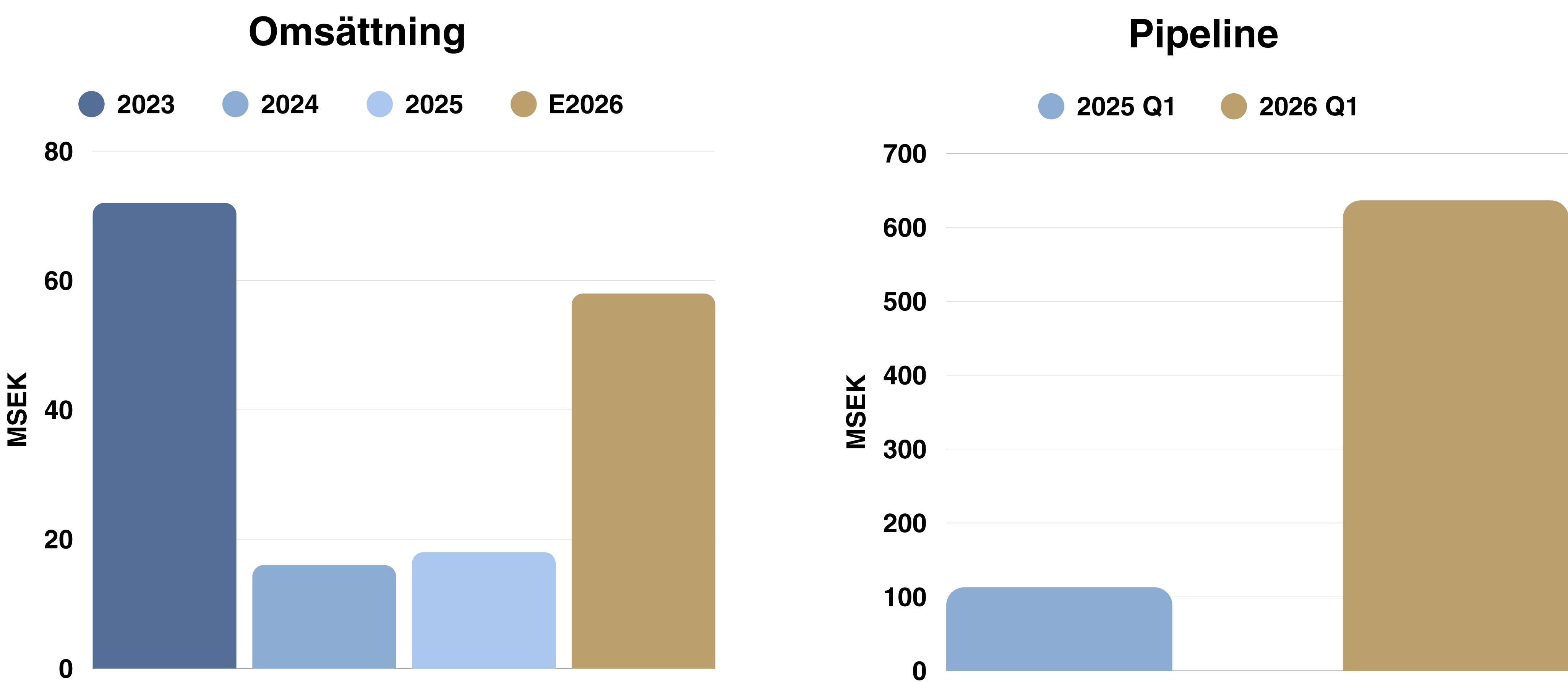
Nettoomsättningen i koncernen uppgick under andra kvartalet till 5,0 MSEK (3,9), en ökning om cirka 29 procent jämfört med motsvarande period föregående år. För första halvåret uppgick nettoomsättningen till 9,3 MSEK (11,3). Resultatet efter finansiella poster förbättrades samtidigt till -4,7 MSEK (-8,1) under kvartalet, främst till följd av högre intäkter och lägre produktionskostnader.

CAPALISE bedömer att den förbättrade resultatutvecklingen är positiv, men att intäktsnivån fortsatt är låg i relation till bolagets kostnadsbas. Den centrala faktorn framåt blir därför hur snabbt projektportföljen kan omsättas i faktisk produktion och leveranser.

Projektportföljen närmar sig byggstart

Värnamo Rolstorp är fortsatt det mest betydelsefulla projektet på kort sikt. Projektet omfattar 33 bostäder och ett uppskattat affärsvärde om cirka 108 MSEK. Under kvartalet erhöles bygglov och ett villkorat byggnadskreditiv om 64 MSEK tecknades. Efter periodens utgång genomfördes även företrädesemissionen om cirka 32,5 MSEK, vilket enligt bolaget säkerställer kapitalet för projektets initiala moment och möjliggör aktivering av kreditivet. Det innebär att flera av de viktigaste förutsättningarna för projektstart nu är på plats, vilket minskar genomföranderisken jämfört med tidigare kvartal. Nästa centrala steg blir att omsätta finansieringen i faktisk byggstart, produktion och successiv intäktsgenerering.

Samtidigt har projektportföljen breddats genom nya kommersiella samarbeten. Avsiktsförklaringen med RSG Stockholm omfattar en identifierad portfölj om cirka 360 lägenheter, medan pilotprojektet med Top Housing skapar möjlighet till ytterligare beläggning i fabriken. Avtalet med Wermlands Mur & Kakelteknik om ett gemensamt produktionsbolag kan dessutom minska Zenergys exponering mot fabriken fasta kostnader. Tillsammans stärker detta möjligheten till ett jämnare kapacitetsutnyttjande och en mer flexibel produktionsmodell.



Källa: CAPALISE estimat

Kassaflödesutveckling

Det totala kassaflödet i koncernen uppgick under första halvåret 2026 till –2,5 MSEK (–1,1), medan kassaflödet från den löpande verksamheten uppgick till –10,9 MSEK (–15,3). Finansieringsverksamheten bidrog samtidigt med 5,9 MSEK. Det operativa kassaflödet är därmed fortsatt negativt, men utvecklingen innebär en förbättring jämfört med motsvarande period föregående år.

Efter periodens utgång genomfördes företrädesemissionen om cirka 32,5 MSEK före emissionskostnader och kvittningar. Kapitalanskaffningen stärker likviditeten och finansierar enligt bolaget de initiala momenten i Värnamo Rolstorp, vilket möjliggör aktivering av det villkorade byggnadskreditivet om 64 MSEK. Fokus framåt ligger därför i högre grad på att omsätta den stärkta finansieringen i projektstarter, leveranser och förbättrat operativt kassaflöde.

Rörelsekapital och operativ bindning

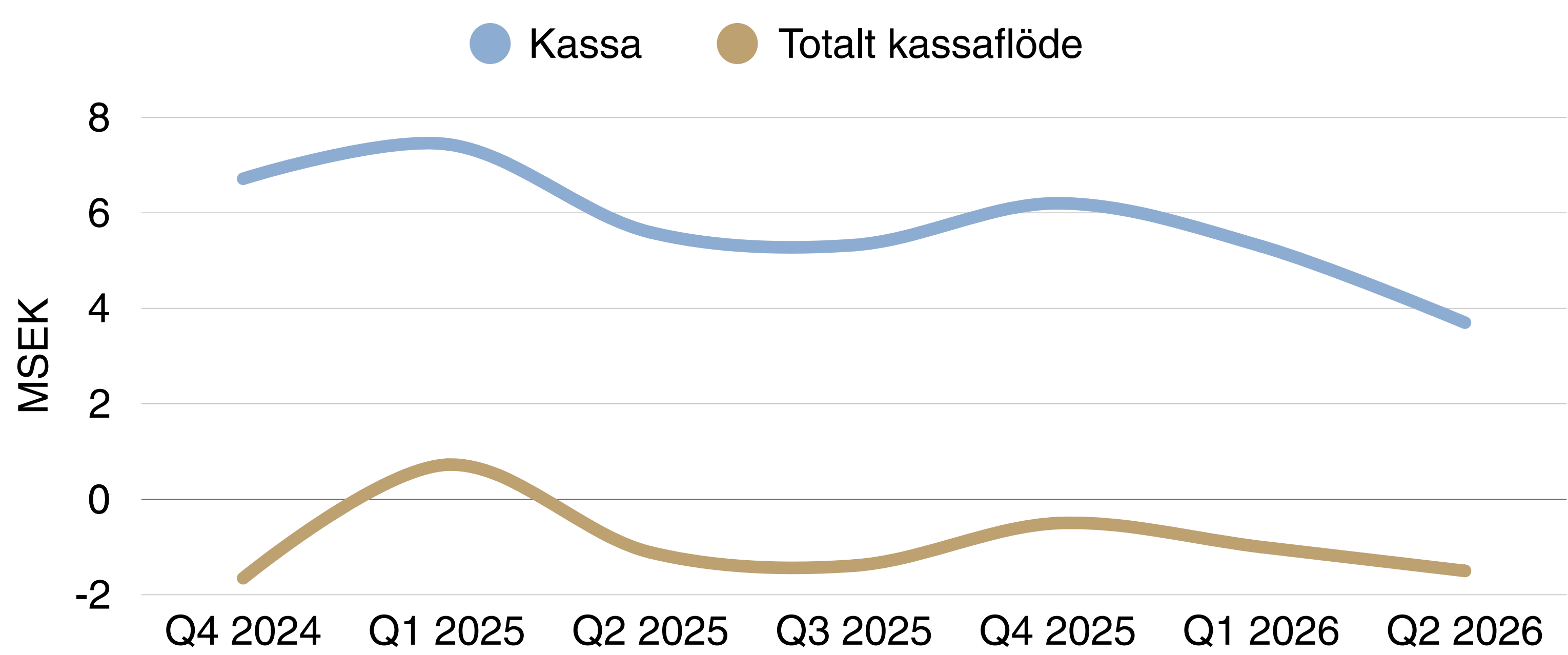
Omsättningstillgångarna uppgick vid halvårsskiftet till 21,8 MSEK, varav varulagret inklusive pågående arbeten uppgick till 10,4 MSEK. Kundfordringarna uppgick samtidigt till 3,5 MSEK. En betydande del av kapitalet är därmed fortsatt bundet i rörelsekapital, vilket skapar likviditetspress så länge leveransvolymerna är begränsade.

CAPALISE bedömer att rörelsekapitalbindningen bör kunna normaliseras i takt med att fler projekt går från utveckling till produktion och fakturering. Särskilt Värnamo blir viktigt, eftersom en byggstart skulle innebära att en större del av den investerade kapitalbasen börjar omsättas i intäkter och kassaflöde.

Likviditet och kapitalstruktur

Vid utgången av Q2 uppgick likvida medel till 3,7 MSEK, varav cirka 1,8 MSEK var hänförliga till hyra och underhåll av produktionsanläggningen i Skillingaryd. Koncernens egna kapital uppgick samtidigt till 2,1 MSEK och de kortfristiga skulderna till 28,9 MSEK, varav 12,3 MSEK av övriga kortfristiga skulder var räntebärande.

Balansräkningen var därmed fortsatt ansträngd vid halvårsskiftet, men den efterföljande företrädesemissionen förändrar bilden väsentligt. Styrelsen bedömer, med hänsyn till emissionen, projektfinansieringen och planerade projektstarter, att kapitalbehovet enligt nuvarande verksamhetsplan är säkerställt för minst tolv månader. Bedömningen är dock beroende av att projekten utvecklas i huvudsak enligt plan, vilket gör genomförande och kassaflödeskonvertering till centrala faktorer framöver.



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 realiseras 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 pipeline 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
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

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 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.