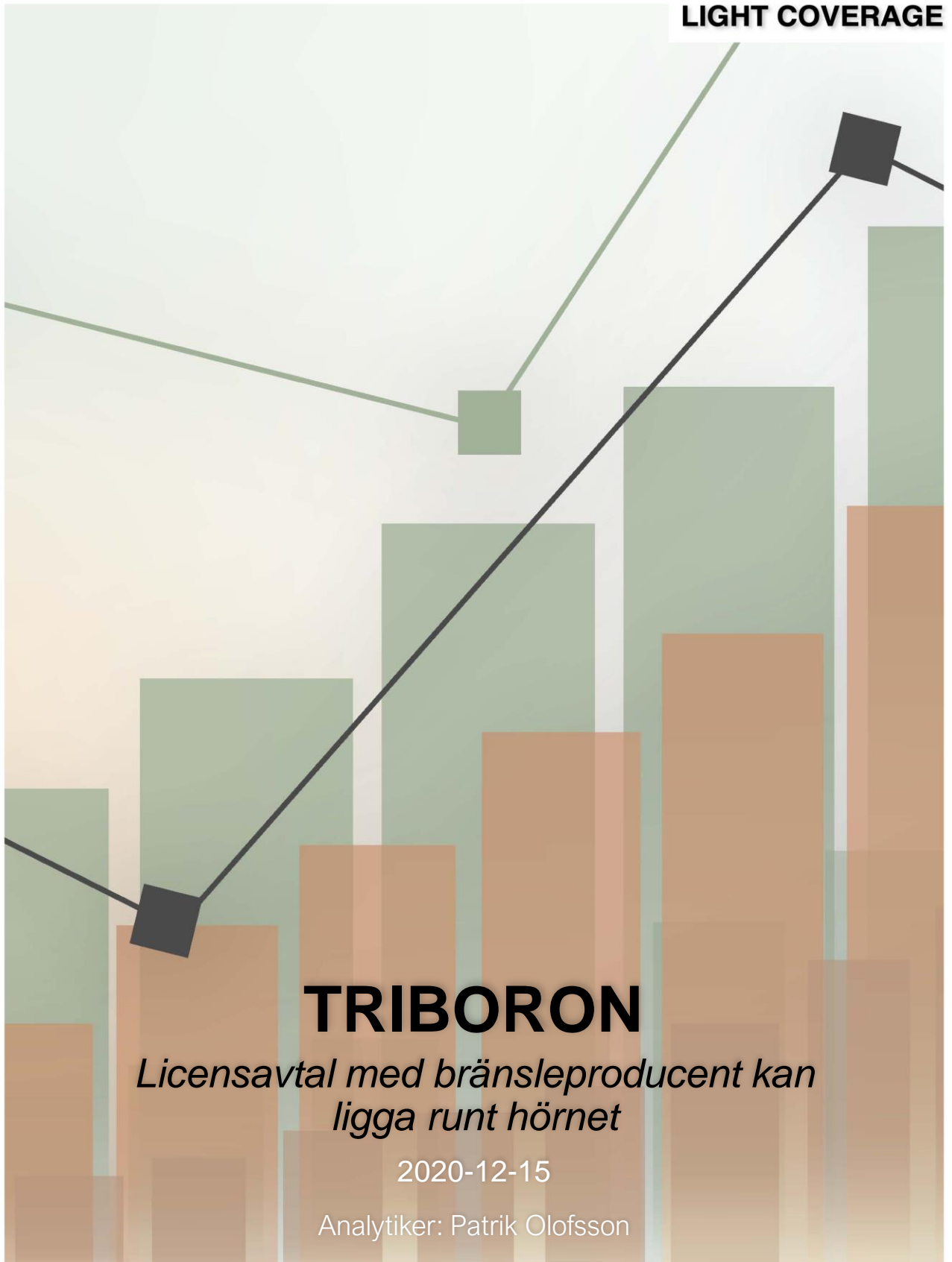


# AKTIEANALYS

LIGHT COVERAGE



## TRIBORON

*Licensavtal med bränsleproducent kan ligga runt hörnet*

2020-12-15

Analytiker: Patrik Olofsson

**Analyst Group grundades 2014**, en tid då informationen att tillgå gällande små- och medelstora bolag ansågs vara bristfällig. Därför valde Analyst Groups grundare att starta upp en analystjänst med visionen att belysa och sprida korrekt information för att ge bättre stöd i investeringsbeslut.

**Idag är Analyst Group** ett snabbväxande analyshus med huvudsäte i Stockholm och med filial i Lund. Vi arbetar utifrån värdeorden engagemang, passion och förtroende, med ambitionen att skriva korrekta och objektiva analyser. Därför erbjuder vi två typer av analys. Vi erbjuder dels bolag som vi anser intressanta, att på uppdrag, utföra analyser mot ersättning. Samtidigt tillhandahåller vi oberoende analyser på bolag som vi anser har särskilt intressant investeringsidé.

**Vår vision** är att vara den bästa informationslänken mellan de många investerarna och företagen.

Som länk mellan investerare och företag ger vi stöd i investeringsbeslut, kapitalallokering och kommunikationsvägar.

---

Vi tror på att hjälpa företag och investerare att bättre förstå varandra

# TRIBORON (TRIBO)

## LICENSAVTAL MED BRÄNSLEPRODUCENT KAN LIGGA RUNT HÖRNET



Triboron har utvecklat en unik teknologi som kan reducera mer koldioxidutsläpp än många andra kända tekniker idag, där målsättningen är att ingå partnerskap och tilldela licenser till större bränsleproducenter. Försäljningsvolymerna kan då bli omfattande och för Triboron innebära intäkter med närmare 100 % bruttomarginal. Baserat på en kombination av redan befintliga avtal, potentiellt tillkommande B2B- och licensavtal och den lönsamhet som affärsmodellen möjliggör, prognostiseras en omsättning omkring 124 MSEK år 2023 med en rörelsemarginal om +50 %. Givet gjorda prognoser och en relativvärdering härleds ett nuvärde per aktie om 3,3 kr i ett Base scenario.

### Den globala marknaden för bränsleadditiv uppgår till 500 miljarder kronor

Enligt en marknadsrapport från The Freedonia Group uppgår den globala marknaden för bränsleadditiv till över 500 mdSEK och volymefterfrågan har ökat med ca 8 % årligen de senaste åren. Triboron är ett bränsleadditiv som implementerat kan bidra till större ackumulerad koldioxidreduktion än många andra kända utvecklingar inom transportsektorn, inklusive elektrifiering, under de närmaste 25 åren. Implementeringen är möjlig helt utan strukturinvestering och ger lönsamma resultat direkt med en genomsnittlig bränslebesparing om 3-5 %.

### Licensavtal med bränsleproducent under 2021 skulle resultera i hög tillväxt

Det stora värdet i Triboron kommande åren återfinns helt klart i en eller flera potentiella licensaffärer med bränsleproducenter, där en tidigare kommunicerad avsiktsförklaring skulle kunna resultera i ett licensavtal under år 2021. Med tanke på hur stora volymer en enskild bränsleproducent står för, skulle ett licensavtal sannolikt resultera i hög tillväxt med god lönsamhet för Triboron. Parallellt med detta kan även B2B-affären utveckla sig positivt, där Triboron t.ex. under december ingick ett återförsäljaravtal med finska IKH, ett bolag som under 2019 omsatta 126 MEUR med en bas av mer än 130 återförsäljare i hela landet.

### Fullt säkerställd företrädesemission

Under december 2020 pågår en fullt säkerställd företrädesemission om ca 12,8 MSEK vilken tillför Triboron en nettolikvid om ca 10,9 MSEK. Triboron stärker således sin kassa vilket säkerställer fortsatt produktutveckling och kundbearbetning.

### Verkar i en trögriklig bransch

Triboron adresserar en trögriklig bransch, något som medför utmaningar. Att etablera ett eller flera licensavtal med bränsleproducenter är ingen enkel uppgift och kan resultera i långtgående processer. Den finansiella risken bedöms idag som låg, vilket motiveras av en snart påfylld kassa i samband med pågående företrädesemission, samt befintliga avtal vilka kan generera bra kassaflöden.

### AKTIEKURS | 2,2 kr

#### VÄRDERINGSINTERVALL, NUVÄRDE 2023 ÅRS PROGNOIS

**BEAR**  
1,2 kr

**BASE**  
3,3 kr

**BULL**  
4,7 kr

*Diskonterad värdering (nuvärde) på 2023 års prognostiserade försäljning. Eventuell förändring i värdering antas ske stegvis, givet att gjorda antaganden infaller.*

#### TRIBORON INTERNATIONAL AB

Senast betalt (2020-12-14) (SEK)	2,2
Antal Aktier (st.)	34 214 180 <sup>1</sup>
Market Cap (MSEK)	75,3 <sup>1</sup>
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	-15,6 <sup>1</sup>
Enterprise Value (MSEK)	59,7 <sup>1</sup>
V.52 prisintervall (SEK)	1,50 – 7,70
Lista	Nasdaq First North Growth Market

#### UTVECKLING

1 månad	-21,0 %
3 månader	-19,6 %
1 år	-57,8 %
YTD	-55,2 %

#### HUVUDÄGARE (PER: 2020-09-30)

Christian Dahl Service AB	11,6 %
Olle Heigard	9,4 %
Kent Sander	9,2 %
Carl-Henric Svanberg	7,1 %
INO3 AB	5,9 %

#### VD OCH ORDFÖRANDE

Verkställande Direktör	Pär Krossling
Styrelseordförande	Magnus Larsson

#### FINANSIELL KALENDER

Kvartalsrapport #4 2020	2021-02-17
-------------------------	------------

PROGNOS (BASE), MSEK	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	0,5	0,4	12,5	58,7	124,0	198,0
<b>Bruttoresultat</b>	<b>0,7</b>	<b>1,4</b>	<b>10,6</b>	<b>55,0</b>	<b>118,6</b>	<b>190,5</b>
Bruttomarginal (adj.) <sup>2</sup>	neg.	neg.	84,7%	93,8%	95,6%	96,2%
Rörelsekostnader	-35,1	-27,7	-24,8	-0,3	16,2	28,7
<b>EBIT</b>	<b>-17,2</b>	<b>-13,2</b>	<b>-7,1</b>	<b>27,4</b>	<b>67,4</b>	<b>109,6</b>
EBIT-marginal (adj.) <sup>2</sup>	neg.	neg.	neg.	46,6%	54,3%	55,3%
P/S	N/M	N/M	6,0	1,3	0,6	0,4
EV/S	N/M	N/M	4,8	1,0	0,5	0,3
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	2,2	0,9	0,5

<sup>1</sup>Inkl. pågående företrädesemission under december 2020.

<sup>2</sup>Exkl. aktiverat arbete.

# INVESTERINGSIDÉ

## Den globala marknaden för bränsleadditiv uppgår till 500 miljarder kronor årligen

Olja, kol och gas dominerar fortfarande energiproduktion och att effektivisera bränslen för förbränningsmotorer inom transport och energiproduktion är idag en av de snabbaste vägarna till minskad miljöpåverkan. Triborons teknologi medför lägre bränsleförbrukning och därmed lägre koldioxidutsläpp, vilket således gynnar klimatet. Enligt en marknadsrapport från The Freedonia Group uppgår den globala marknaden för bränsleadditiv till över 500 mdSEK, och volymefterfrågan har under de senaste åren ökat med 8 %. Triboron är ett bränsleadditiv som minskar mekanisk friktion, motverkar bakteriebildning och förbättrar rengöring i förbränningsmotorer. Implementerat bidrar teknologin till större ackumulerad koldioxidreduktion än många av de andra kända utvecklingarna inom transportsektorn under de närmaste 25 åren. Implementering är möjlig helt utan strukturinvestering och ger lönsamma resultat direkt med en genomsnittlig bränslebesparing om 3-5 %. Bara i Sverige skulle det resultera i en positiv miljöeffekt motsvarande upp till 300 000 färre fordon i trafik.

**3-5 %  
BRÄNSLE-  
BESPARING  
(SNITT)**

## Ett första licensavtal kan ligga runt hörnet

Under december 2020 pågår en fullt säkerställd företrädesemission om ca 12,8 MSEK vilken därmed stärker Bolagets kassa, samt möjliggör fortsatt expansion. Det stora värdet i Triboron kommande åren återfinns helt klart i en eller flera potentiella licensaffärer med bränsleproducenter. Några exempel på bränsleproducenter som skulle kunna se ett värde i Triborons lösning skulle kunna vara aktörer som t.ex. Equinor, OKQ8, Preem, Exxon Mobile m.fl. Med tanke på hur stora volymer en enskild bränsleproducent står för, skulle ett licensavtal sannolikt resultera i en kraftig tillväxt med en bruttomarginal närmare 100 % för Triboron. Under slutet av oktober 2020 kommunicerade Triboron att de tecknat en avsiktsförklaring med en internationell aktör avseende lansering av nytt bränsle, vilken omfattar tester och utvärdering av produkten innan ett formellt avtal ingås, där ett avtal skulle kunna bli det första licensavtalet för Triboron. Det ser vi som en potentiellt stark värde drivare i aktien under kommande 6-12 månader.

## Meriterad ledning och styrelse samt starka ägare

VD Pär Krossling har tidigare varit VD för Gas Turbine Efficiency, ett företag han var med och byggde upp under perioden 2003-2016 och som 2014 förvärvades av Ethos Energy. Magnus Larsson, ordförande sedan 2019, har under de senaste 40 år arbetat i olika roller inom IT-branschen och med entreprenörskap i många former, och de senaste 15 åren har Magnus varit involverad i att förbättra näringslivsklimatet för främst svenska små- och medelstora företag. Styrelse och ledning har betydande industriell erfarenhet och *track record* från många storskaliga industriella projekt, där det totala insynsägandet uppgår till 35 %. Bland övriga aktieägare återfinns bl.a. Carl-Henric Svanberg, ordförande BP och Volvo Group, och Hans Stråberg, ordförande Atlas Copco och SKF samt ledamot i Investor och Mellby Gård AB.

## Prognos och värdering

I ett Base scenario estimeras försäljning öka från år 2021 för att uppgå till en omsättning om ca 124 MSEK år 2023 och ca 275 MSEK år 2025, där bl.a. licensavtal med större bränsleproducenter antas utgöra den huvudsakliga drivaren. Baserat på en applicerad målmultipel om P/S 1,5 på 2023 års försäljning, och en diskonteringsränta om 14 %, erhålls i ett Base scenario ett fundamentalt nuvärde per aktie om 3,3 kr. Vid annorlunda utfall av gjord prognos, positivt eller negativt, kan värderingen korrigeras. Med tanke på Triborons teknikhöjd, befintlig patentportfölj och erbjudande, kan ett uppköp under kommande fem åren vara tänkbart.

## Verkar i en trögriklig bransch

Triboron adresserar en trögriklig bransch, något som medför utmaningar. Att etablera ett eller flera licensavtal med bränsleproducenter är ingen enkel uppgift, även om Triboron själva har den data som krävs för att påvisa att tekniken fungerar, kan det antas att en given bränsleproducent kommer vilja utföra sina egna tester och utvärderingar. Det kan resultera i långtgående processer och är något Triboron måste hantera. Den finansiella risken, på kort sikt, bedöms idag som låg, vilket motiveras av en snart påfylld kassa via den fullt säkerställda företrädesemissionen under december 2020. Med en estimerad *burn rate* om ca -1,0 MSEK/månad framgent, antas Triboron vara finansierade under hela 2021, exkl. eventuellt kapitaltillskott från TO av serie 2020/2023:2 under juni 2021 vilket kan förstärka kassan.

**~275 MSEK  
OMSÄTTNING  
2025E**

# FINANSIELL PROGNOSES

## Omsättningsprognos 2020-2025

De finansiella prognoserna sträcker sig till 2025 och är således kopplade till Triborons egna femårs-vision om att nå en årlig omsättning om 400 MSEK med en EBITDA-marginal överstigande 50 %. Analyst Groups estimat utgår från 1) försäljning mot B2B-marknaden och 2) licensintäkter från bränsleproducenter. I ett första steg härleds en uppskattning avseende prissättning per såld volymenhet.

### Prissättning B2B-försäljning

Härledningen av priset mot B2B-marknaden grundar sig i den information som gavs i det prospekt som upprättades i samband med IPO:n under H1-19. I prospektet anges 80 transportföretag och andra industriella bolag i Norden representera en gemensam potentiell årlig volym motsvarande cirka 10 000 kubikmeter. Det skulle betyda ca 1 mdSEK i årlig omsättning för Triboron. För att tillämpa en konservativ ansats i prognosen appliceras en prisjustering om 10 % mot räkneexemplet.

B2B-försäljning: Pris per såld liter Triboronlösning	Input
Årlig volym av Triborons produkter (kubikmeter)	10 000 m <sup>3</sup>
Årlig omsättningspotential för Triboron	1 000 MSEK
Intäkt per kubikmeter	100 000 kr/m <sup>3</sup>
Rabatt mot genomsnittlig intäkt	10%
<b>Applicerad intäkt per liter (L) mot distributör</b>	<b>90 kr/liter</b>

Triboron har idag ett antal kunder inom B2B-/distributionssegmentet. Med tanke på att Triboron kommer från en bakgrund av många år med forskning och utveckling, och aktuell försäljning är på låga nivåer, utgår Analyst Group från att merparten av Bolagets nuvarande kunder har tillkommit under 2018/2019. En typisk B2B-kund kan vara en sådan med en bredare fordonsflotta, där t.ex. en flotta om 150 fordon skulle kunna, utifrån ett konservativt antagande om årlig förbrukning av Triborons lösning, utmynna i ca 15 000 liter/år, eller 1 250 liter/månad i genomsnitt.

### Prissättning licensförsäljning

Med tanke på hur stor volym en licensaffär kan innebära, antas prissättningen per liter vara avsevärt lägre relativt den prissättningen som sker mot B2B-marknaden. Sett enbart till den svenska marknaden uppgick den totala bränsleförbrukningen under 2018 (inkl. flygbränsle och fordonsgas) till ca 15 miljoner kubikmeter bränsle. Analyst Group estimerar att en rimlig intäkt per liter för Triboron vid en licensaffär är omkring 3-5 öre/liter, där 4 öre/liter antas som ett genomsnitt.

Licensförsäljning: Pris per såld liter Triboronlösning	Input
Uppskattat prisintervall per såld liter	3 – 5 öre/liter
<b>Applicerad intäkt per liter (L)</b>	<b>4 öre/liter</b>

Det stora värdet i Triboron de kommande åren återfinns i en eller flera potentiella licensaffärer med bränsleproducenter. Exempel på relevanta bränsleproducenter som skulle kunna se ett värde i Triborons lösning skulle kunna vara Equinor, OKQ8, Preem, Exxon Mobile m.fl. Med tanke på hur stora volymer en enskild bränsleproducent står för, skulle ett licensavtal med hög sannolikhet resultera i en kraftig tillväxt. Tillväxten borde även rimligen ske på kort tid eftersom att när avtalet väl signerats, och Triboron därmed tagit sig igenom bränsleproducentens utvärdering/tester, blir bränslet med Triboron som tillsatts ett *de facto* standardbränsle. När bränslet väl når bränslestationer, kommer inte konsumenter ifrågasätta detta utan i vanlig ordning är det pris per liter som styr. Med tanke på konsumentmarknadens priselasticitet och om bränslet med Triboron är billigare för konsumenten, kommer troligen försäljningsvolymerna att öka snabbt.

Gällande försäljningen mot B2B-marknaden är även detta en god affär, men tillväxten, till skillnad från licensförsäljningen, förväntas snarare vara linjär och växa jämnt över tid.

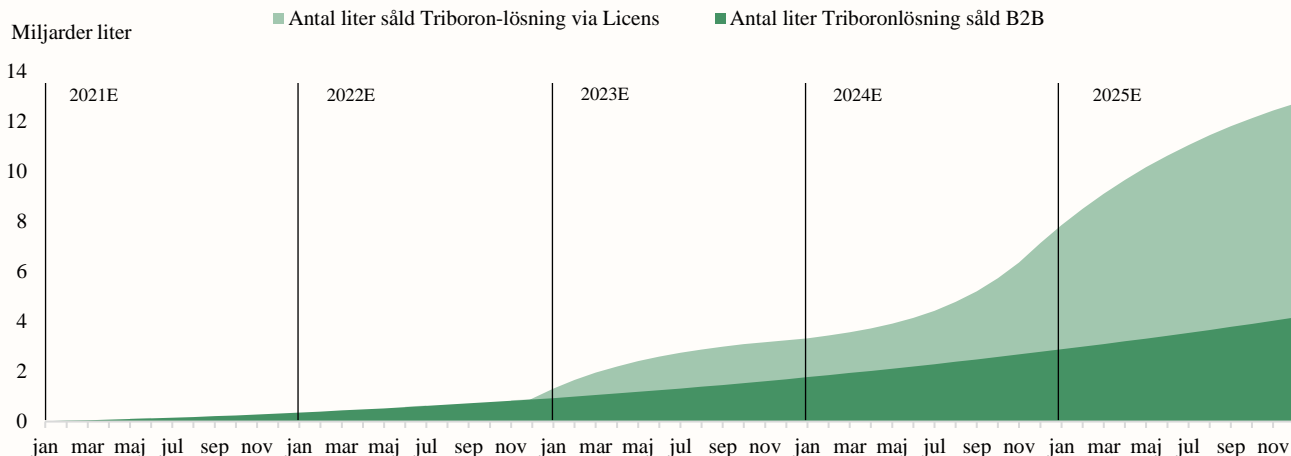
Under slutet av oktober 2020 tecknade Triboron en avsiktsförklaring med en internationell aktör avseende lansering av nytt bränsle för både 2- och 4-taktsmotorer för den europeiska marknaden. Parternas gemensamma målsättning är att slutföra tester och utvärderingar av produkten innan den 31 december 2020 och för det slutliga samarbetet kring tillverkning och produktion avser parterna att därefter förhandla och ingå ett bindande avtal.

# FINANSIELL PROGNOSES

Följande är en sammanfattning av den ackumulerade försäljningsvolymen av bränsle med Triboronlösningen, dels mot industriella aktörer/transportbolag (B2B), dels via licensförsäljning mot bränsleproducenter. Triboron har som målsättning att ingå licensavtal med bränsleproducenter, och med hänsyn till viss tid för implementering och processer räknar Analyst Group därför med att försäljningen kan komma igång under H2-21, där tidigare nämnd avsiktsförklaring spelar en viktig roll i prognosen.

**Triborons prognostiserade tillväxt förväntas till stor del utgöras av försäljning via licens.**

Prognostiserad volymförsäljning (liter)

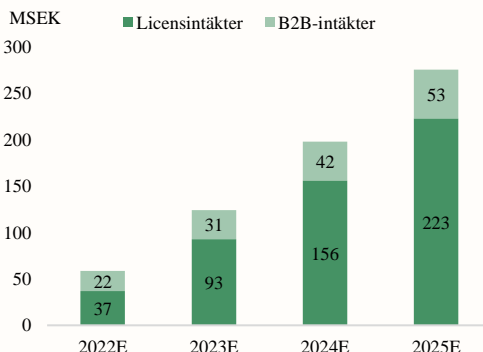
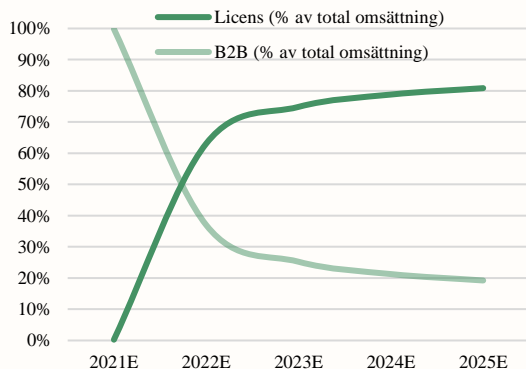
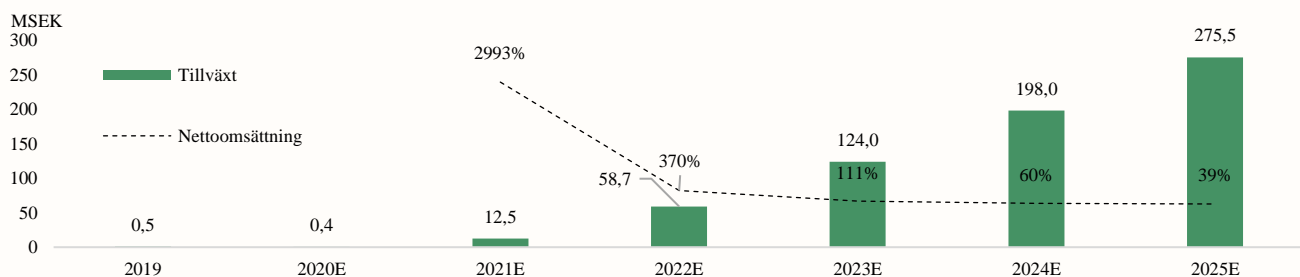


Analyst Groups prognos

Baserat på prognostiserad volym och tidigare antagen prissättning, motsvarar det följande intäktsprognos för Triboron.

**Gjorda prognoser relaterade till tillkommande licens- och B2B-försäljning förväntas resultera i hög tillväxt.**

Prognostiserad omsättning från tillkommande Licens- och B2B-försäljning



Under prognosperioden 2020-2025 utgör licensintäkter en allt ökande andel av den totala försäljningen. Det ska dock poängteras att intäkter från ett potentiellt licensavtal mycket väl skulle kunna resultera i en avsevärt mycket högre omsättning på kort tid, men har i modellen fördelats jämt över prognosperioden.

Analyst Groups prognos



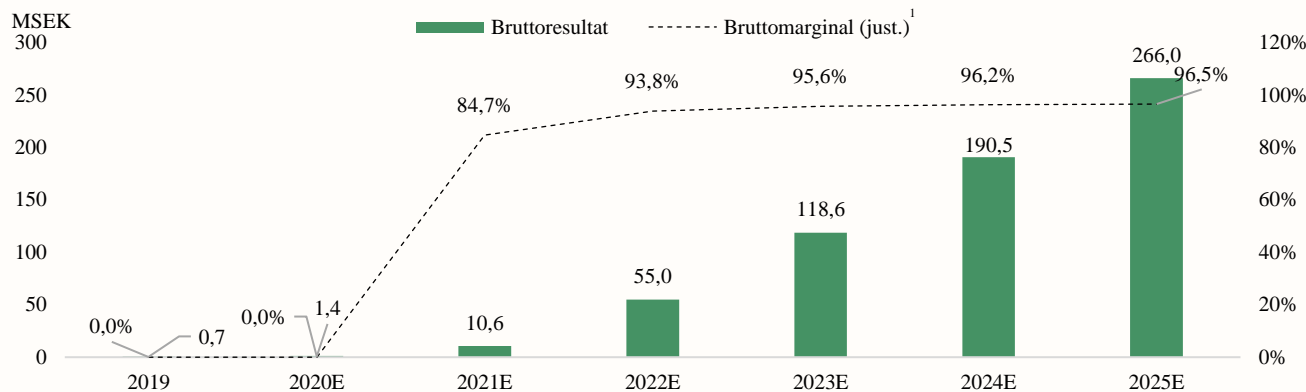
# FINANSIELL PROGNOSS

## Brutto- och rörelsekostnader

Vid ett eventuellt licensavtal med en bränsleproducent tillkommer ingen direkt kostnad för Triboron. En aktör, vid licensavtal, kommer troligen själv stå för implementeringen av själva tekniken, vilket i sig borde vara en relativt enkel procedur då additiv i bränsle redan är en befintlig process. Det kan t.ex. nämnas att produkter som *Miles* eller *V-Power*, som redan finns på marknaden, är drivmedel som innehåller just additiv (tillsatser). Att en bränsleproducent därmed skulle använda sig av Triboron istället för något annat additiv, passar således in i befintliga processer. De bruttokostnader som estimeras tillkomma under prognosperioden är hänförliga till den försäljningen som sker via B2B. Triboron har inte kommunicerat Bolagets tillverkningskostnader, men baserat på liknande affärsmoeller och material, antar Analyst Group att en tänkbar bruttokostnad är omkring 15-20 kr/liter, där 17 kr/liter antas som ett genomsnitt. Med prissättningen 90 kr/liter B2B, innebär det en bruttomarginal omkring 80 %. I samband med estimerade licensintäkter som förväntas tillkomma från 2021, resulterar det i en bruttomarginal som stiger till över 90 % mot 2025.

**B2B-försäljningen ger en god bruttomarginal, vilket i kombination med närmare 100 % marginal inom licensförsäljningen resulterar i en stigande marginal kommande år.**

Prognostiserat bruttoresultat och bruttomarginal



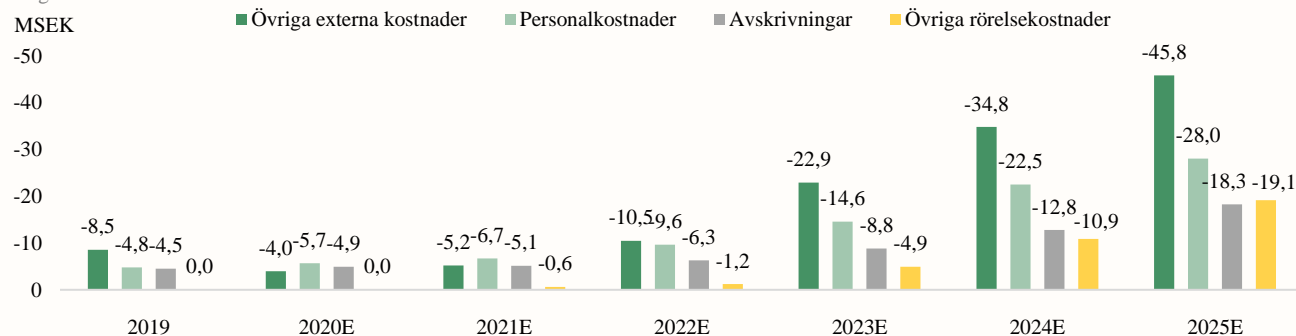
Analyst Groups prognos

<sup>1</sup>Exklusive aktiverat arbete och övriga rörelseintäkter.

Triborons affärsmodell möjliggör tillväxt med relativt låga investeringar. Några större CAPEX-utgifter prognostiseras inte, eventuellt skulle kostnader kunna tillkomma för t.ex. tester och utvärderingar, men i det stora hela är dessa troligen på nivåer om 0,1 – 1 MSEK per test. Triboron hade per den sista september 2020 fem anställda och 1,2 kontrakterade konsulter, om än i låg takt förväntas fortfarande Triboron behöva anställa mer personal allt eftersom organisationen växer. Dessutom kommer resurser behöva investeras i olika marknadsinsatser för att driva på utvecklingen för att Triboron ska bli en mer etablerad produkt i branschen. Då dessa kostnader inte förväntas växa i takt med omsättningen, prognostiseras EBIT-marginalen stiga framöver.

**Övriga externa kostnader tillsammans med personal förväntas utgöra merparten av kostnadsbasen under perioden 2020-2025.**

Prognostiserade rörelsekostnader



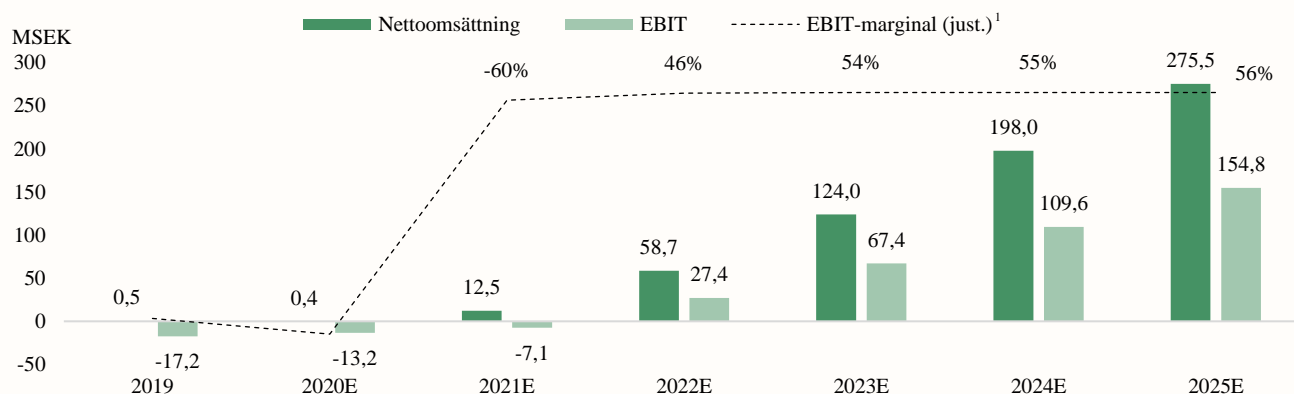
Analyst Groups prognos

# FINANSIELL PROGNOSS

Följande är en sammanfattning av Analyst Groups prognos som sträcker sig till 2025. Den ökade försäljningsvolymen drivs av tillkommande licensförsäljning, ökat antal B2B-kunder och befintliga avtal, vilket i kombination med relativt fasta rörelsekostnader, generar en högre lönsamhet för Triboron. Givet gjorda prognoser estimeras Triboron år 2022 visa lönsamhet för helåret, där en avgörande faktor för hur bra resultatet faktiskt blir är hur snabbt eventuell licensförsäljningen kan komma igång.

**Gjorda prognoser baserat på nuvarande affärsområden och intäktsben ger en stark utväxling i Triborons lönsamhet, med en kraftigt stigande rörelsemarginal. En avgörande faktor till marginalökningen är att en eller flera licensavtal kan ingås.**

Prognostiserad omsättning, EBIT och EBIT-marginal



Analyst Groups prognos

<sup>1</sup>Exklusive aktiverat arbete och övriga rörelseintäkter.

Base scenario (MSEK)	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	0,5	0,4	12,5	58,7	124,0	198,0	275,5
Aktiverat arbete för egen räkning	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Övriga rörelseintäkter	0,0	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>0,9</b>	<b>1,5</b>	<b>12,9</b>	<b>59,1</b>	<b>124,5</b>	<b>198,4</b>	<b>275,9</b>
Handelsvaror	-0,3	-0,2	-2,4	-4,1	-5,9	-7,9	-10,0
<b>Bruttoresultat</b>	<b>0,7</b>	<b>1,4</b>	<b>10,6</b>	<b>55,0</b>	<b>118,6</b>	<b>190,5</b>	<b>266,0</b>
Bruttomarginal (just.)	neg.	neg.	84,7%	93,8%	95,6%	96,2%	96,5%
Övriga externa kostnader	-8,5	-4,0	-5,2	-10,5	-22,9	-34,8	-45,8
Personalkostnader	-4,8	-5,7	-6,7	-9,6	-14,6	-22,5	-28,0
Avskrivningar	-4,5	-4,9	-5,1	-6,3	-8,8	-12,8	-18,3
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	-0,6	-1,2	-4,9	-10,9	-19,1
<b>EBIT</b>	<b>-17,2</b>	<b>-13,2</b>	<b>-7,1</b>	<b>27,4</b>	<b>67,4</b>	<b>109,6</b>	<b>154,8</b>
EBIT-marginal (just.)	neg.	neg.	neg.	46,6%	54,3%	55,3%	56,2%
Finansiella intäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansiella kostnader	-2,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>-19,4</b>	<b>-13,2</b>	<b>-7,1</b>	<b>27,4</b>	<b>67,4</b>	<b>109,6</b>	<b>154,7</b>
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	-3,4	-13,1	-18,6
<b>Nettoresultat</b>	<b>-19,4</b>	<b>-13,2</b>	<b>-7,1</b>	<b>27,4</b>	<b>64,0</b>	<b>96,4</b>	<b>136,2</b>
Nettomarginal (just.)	neg.	neg.	neg.	46,6%	51,6%	48,7%	49,4%
<b>Base scenario</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
P/S	141,4	186,5	6,0	1,3	0,6	0,4	0,3
EV/S	112,1	147,9	4,8	1,0	0,5	0,3	0,2
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	2,2	0,9	0,5	0,4
P/E	neg.	neg.	neg.	2,2	0,9	0,6	0,4

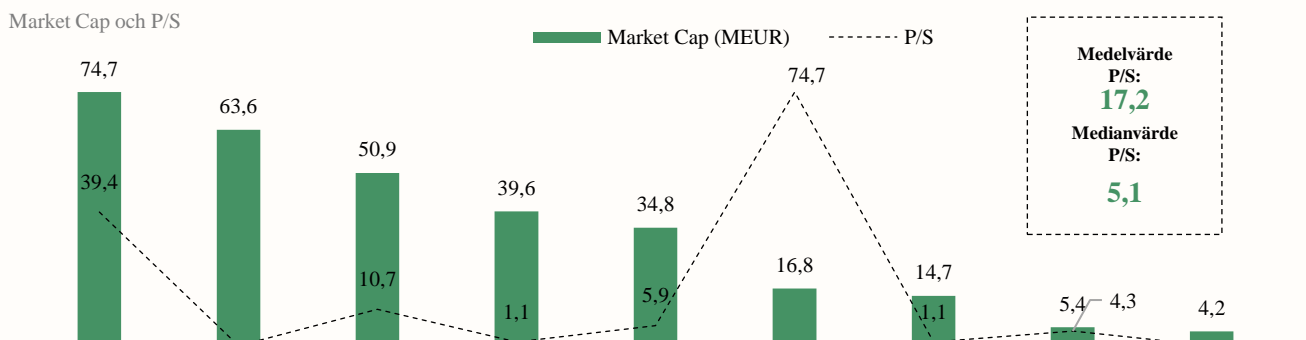


# VÄRDERING

För att ge värderingen perspektiv undersöks ett urval av aktörer som listas i nedan tabell. Samtliga av dessa bolag är noterade publika bolag, och även om det finns skillnader avseende teknik, produkt och marknad finns vissa likheter mellan företagen och Triboron avseende affärsmodell, intäktsmodell, adresserbar marknadsstorlek och till viss del kapitalstruktur.

Peer-grupp	P/S (x)	Market Cap (MEUR)
Surface Transforms Plc	39,4	74,7
Amoeba S.A	N/M	63,6
Directa Plus Plc	10,7	50,9
Nano Chem Tech Inc	1,1	39,6
Fermentalg Société Anonyme	5,9	34,8
Deinove SA	74,7	16,8
Carbonxt Group Limited	1,1	14,7
Harvest Minerals Limited	4,3	5,4
MagneGas Applied Technology Solutions, Inc.	n/a	4,2
<b>Medel</b>	<b>17,2</b>	
<b>Median</b>	<b>5,1</b>	

Baserat på den utvalda Peer-gruppen, framgår det att median-värdet avseende P/S-multiplar ligger omkring 5x.

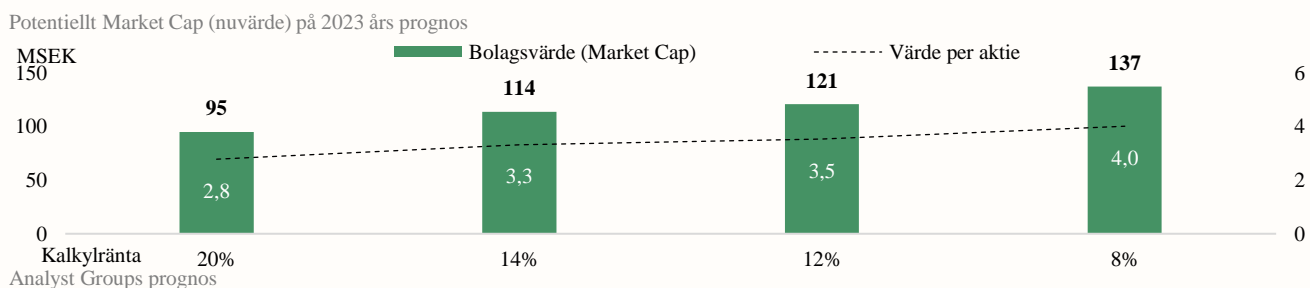


Källa: Bloomberg Financial Services, december, 2020

Då Triborons tillväxt estimeras ta fart 2021/2022 och växa vidare i hög takt utg r värderingen från försäljningen. P/S-multiplar f r Tech-bolag i tidig fas är generellt höga, till f ljgd av en initialt låg oms ttninɡ.  ver tid, i takt med en ökad försäljning, tenderar multiplar att normaliseras i linje med att bolaget när en större marknadsandel och högre mognadsgrad. Givet en konservativ m lmultipl om P/S 1,5 på 2023 års försäljning om ca 124 MSEK, så resulterar det i ett bolagsvärde om ca 180 MSEK. Om Triboron  r framgångsrika i sin expansion kommande tre åren, borde det resultera i en f rs ljningsm ssig effekt som kan ses tills  r 2023, vilket därmed skulle anses som ett bevis på att Bolaget dels har ett attraktivt erbjudande, dels förmågan att nå ut brett i marknaden. Beroende på applicerad diskonteringsränta, vilket reflekterar den tidsrisk som finns av händelser som ligger flera  r bort och som ännu ej inträffat, erhålls olika värderingsnivåer. Analyst Group anser att 14 % diskonteringsränta är rimligt för Triboron i rådande läge, vilket utifrån ett bolagsvärde om 180 MSEK  r 2023 resulterar i ett fundamentalt nuvärde per aktie om 3,3 kr idag i ett Base scenario.

**3,3 KR**  
PER AKTIE I  
ETT BASE  
SCENARIO

Vid 14 % diskonteringsränta, ger det en potentiell uppvärdering till omkring 114 MSEK idag.



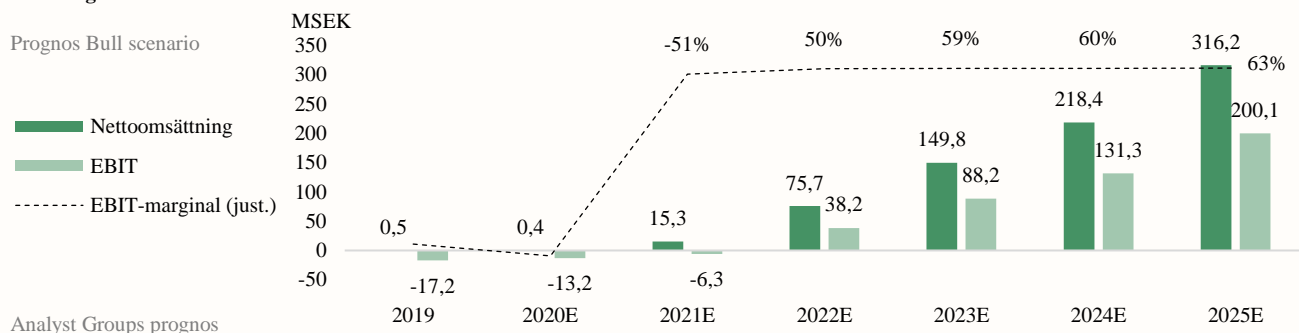
# BULL & BEAR

## Bull scenario

I ett Bull scenario estimeras Triboron växa i en högre takt. Jämfört med tidigare presenterat Base scenario sker en snabbare utväxling i B2B-benet än väntat, samtidigt som den genomsnittliga produktintäkten per år ökar något. Triboron för kontinuerligt dialoger med flertalet transportföretag och industriella aktörer i Norden, och givet att Bolaget kan addera fler B2B-kunder bedömer vi att sannolikheten successivt ökar att fler aktörer i branschen väljer att använda Triboron som ett bränsleadditiv, vilket i sin tur bidrar till en högre försäljningstillväxt. Likt tidigare förväntas Triboron även i ett Bull scenario teckna ett, eller flera, licensavtal med bränsleproducenter för att från 2021 erhålla licensintäkter. Med tanke på att en typisk bränsleproducent som skulle kunna vara tänkbar för Triboron att ingå avtal med kan ha en omfattande bränslevolym, finns möjligheten att licensintäkterna kan skalas upp snabbare och med fortsatt hög marginal om närmare 100 %. Med tanke på hur Triborons organisation och affärsmodell ser ut, bedömer Analyst Group att en högre försäljning i ett Bull scenario inte borde kräva en motsvarande ökning i rörelsekostnader. I ett Bull scenario estimeras Triboron omsätta ca 150 MSEK år 2023 och 316 MSEK år 2025, och successivt öka sin EBIT-marginal till ca 62 %. Baserat på en målmultipel om P/S 1,7, p.g.a. högre tillväxt relativt Base, och en diskonteringsränta om 14 % på 2023 års prognos, erhålls ett nuvärde om ca 4,7 kr per aktie.

**4,7 KR**  
 PER AKTIE I  
 ETT BULL  
 SCENARIO

I ett Bull scenario växer Triboron i en högre takt, primärt drivet av högre licensintäkter och att befintliga distributionsavtal ger bättre utväxling.

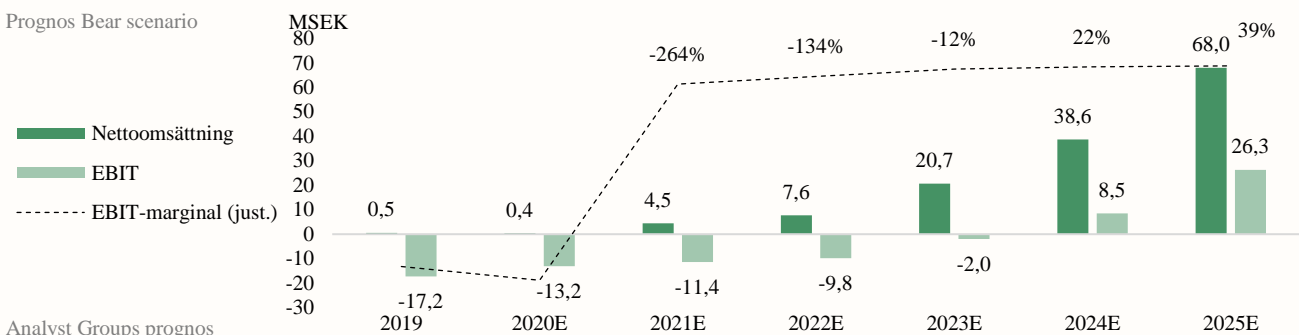


## Bear scenario

Att bearbeta stora bränsleproducenter är en utmaning och risken finns att förhandlingar och processer tar längre tid än väntat, vilket kan resultera i att ett licensavtal kan utebli under angiven prognosperiod. Det i sin tur gör att de licensintäkter som prognostiserats i angivet Base- och Bull scenario, uteblir i angivet Bear scenario, vilket därmed innebär att Triborons tillväxt drivs av B2B-/distributionsförsäljning. Det i sig kan fortfarande resultera i en bra försäljningsökning, men med tanke på uteblivna licensintäkter sker den estimerade omsättningstillväxten i en lägre takt. Med en estimerad *burn rate* omkring -1,0 MSEK/månad framgent estimerar Analyst Group, med förestående nyemission, att Triboron kan vara finansierade tills utgången av år 2021, exkl. eventuellt kapitaltillskott från TO 2020/2023:2 under juni 2021. I ett Bear scenario estimeras Triboron omsätta ca 21 MSEK år 2023 och 68 MSEK år 2025, med en successivt stigande marginal. Utifrån en diskonteringsränta om 14 %, på 2023 års prognos, erhålls ett nuvärde om ca 1,2 kr per aktie.

**1,2 KR**  
 PER AKTIE I  
 ETT BEAR  
 SCENARIO

I ett Bear scenario uteblir licensavtal och estimerad tillväxt drivs då primärt av B2B- och distributionsförsäljning.



## APPENDIX

Base scenario (MSEK)	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	0,5	0,4	12,5	58,7	124,0	198,0	275,5
Aktiverat arbete för egen räkning	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Övriga rörelseintäkter	0,0	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>0,9</b>	<b>1,5</b>	<b>12,9</b>	<b>59,1</b>	<b>124,5</b>	<b>198,4</b>	<b>275,9</b>

Handelsvaror	-0,3	-0,2	-2,4	-4,1	-5,9	-7,9	-10,0
<b>Bruttoresultat</b>	<b>0,7</b>	<b>1,4</b>	<b>10,6</b>	<b>55,0</b>	<b>118,6</b>	<b>190,5</b>	<b>266,0</b>
Bruttomarginal (just.)	neg.	neg.	84,7%	93,8%	95,6%	96,2%	96,5%
Övriga externa kostnader	-8,5	-4,0	-5,2	-10,5	-22,9	-34,8	-45,8
Personalkostnader	-4,8	-5,7	-6,7	-9,6	-14,6	-22,5	-28,0
Avskrivningar	-4,5	-4,9	-5,1	-6,3	-8,8	-12,8	-18,3
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	-0,6	-1,2	-4,9	-10,9	-19,1
<b>EBIT</b>	<b>-17,2</b>	<b>-13,2</b>	<b>-7,1</b>	<b>27,4</b>	<b>67,4</b>	<b>109,6</b>	<b>154,8</b>
EBIT-marginal (just.)	neg.	neg.	neg.	46,6%	54,3%	55,3%	56,2%

Base scenario, nyckeltal <sup>1</sup>	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
P/S	141,4	186,5	6,0	1,3	0,6	0,4	0,3
	112,1	147,9	4,8	1,0	0,5	0,3	0,2
EV/S	neg.	neg.	neg.	2,2	0,9	0,5	0,4
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	2,2	0,9	0,6	0,4

<sup>1</sup>Beräkning av nyckeltal utgår från en fulltecknad nyemission under december 2020.

Bull scenario (MSEK)	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	0,5	0,4	15,3	75,7	149,8	218,4	316,2
Aktiverat arbete för egen räkning	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Övriga rörelseintäkter	0,0	0,7	1,0	1,2	1,5	2,0	2,5
<b>Totala intäkter</b>	<b>0,9</b>	<b>1,5</b>	<b>16,8</b>	<b>77,3</b>	<b>151,7</b>	<b>220,9</b>	<b>319,2</b>

Handelsvaror	-0,3	-0,2	-2,9	-5,3	-7,2	-9,2	-11,3
<b>Bruttoresultat</b>	<b>0,7</b>	<b>1,4</b>	<b>13,9</b>	<b>72,0</b>	<b>144,5</b>	<b>211,6</b>	<b>307,9</b>
Bruttomarginal (just.)	neg.	neg.	90,5%	95,2%	96,5%	96,9%	97,4%
Övriga externa kostnader	-8,5	-4,0	-5,5	-11,5	-22,0	-35,1	-50,9
Personalkostnader	-4,8	-5,7	-8,8	-14,8	-19,3	-23,7	-33,2
Avskrivningar	-4,5	-4,9	-5,2	-6,0	-9,0	-13,3	-14,9
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	-0,8	-1,5	-6,0	-8,2	-8,8
<b>EBIT</b>	<b>-17,2</b>	<b>-13,2</b>	<b>-6,3</b>	<b>38,2</b>	<b>88,2</b>	<b>131,3</b>	<b>200,1</b>
EBIT-marginal (just.)	neg.	neg.	neg.	50,5%	58,9%	60,1%	63,3%

Bull scenario, nyckeltal <sup>1</sup>	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
P/S	141,4	186,5	4,9	1,0	0,5	0,3	0,2
	112,1	147,9	3,9	0,8	0,4	0,3	0,2
EV/S	neg.	neg.	neg.	1,6	0,7	0,5	0,3
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	1,6	0,7	0,5	0,4

<sup>1</sup>Beräkning av nyckeltal utgår från en fulltecknad nyemission under december 2020.

Bear scenario (MSEK)	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	0,5	0,4	4,5	7,6	20,7	38,6	68,0
Aktiverat arbete för egen räkning	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Övriga rörelseintäkter	0,0	0,7	0,0	0,0	0,0	0,8	2,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>0,9</b>	<b>1,5</b>	<b>4,8</b>	<b>8,1</b>	<b>21,1</b>	<b>39,9</b>	<b>70,5</b>

Handelsvaror	-0,3	-0,2	-0,8	-1,4	-3,9	-7,3	-12,8
<b>Bruttoresultat</b>	<b>0,7</b>	<b>1,4</b>	<b>4,0</b>	<b>6,6</b>	<b>17,2</b>	<b>32,6</b>	<b>57,6</b>
Bruttomarginal (just.)	neg.	neg.	89,6%	86,9%	83,3%	84,3%	84,7%
Övriga externa kostnader	-8,5	-4,0	-4,2	-4,7	-6,4	-9,5	-13,5
Personalkostnader	-4,8	-5,7	-6,0	-6,4	-7,3	-8,8	-11,5
Avskrivningar	-4,5	-4,9	-5,0	-5,1	-5,3	-5,5	-5,8
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	-0,2	-0,2	-0,3	-0,4	-0,5
<b>EBIT</b>	<b>-17,2</b>	<b>-13,2</b>	<b>-11,4</b>	<b>-9,8</b>	<b>-2,0</b>	<b>8,5</b>	<b>26,3</b>
EBIT-marginal (just.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	22,0%	38,6%

Bear scenario, nyckeltal <sup>1</sup>	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
P/S	141,4	186,5	16,8	9,9	3,6	1,9	1,1
	112,1	147,9	13,4	7,8	2,9	1,5	0,9
EV/S	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	7,0	2,3
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	7,0	2,3

<sup>1</sup>Beräkning av nyckeltal utgår från en fulltecknad nyemission under december 2020.

# DISCLAIMER

---

## Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument eller annan information härrörande AG Equity Research AB (vidare AG) är framställt i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analyserna är baserade på källor och uppgifter samt utlåtanden från personer som AG bedömer tillförlitliga. AG kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Alla estimat i analyserna är subjektiva bedömningar, vilka alltid innehåller viss osäkerhet och bör användas varsamt. AG kan därmed aldrig garantera att prognoser och/eller estimat uppfylls. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från AG eller personer med koppling till AG, alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och information härrörande AG är avsett att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut. Investerare uppmanas att komplettera med ytterligare material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. AG frånsäger sig allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av material härrörande AG.

## Intressekonflikter och opartiskhet

För att säkerställa Analyst Groups oberoende har Analyst Group inrättat interna regler för analytiker, utöver detta så har alla analytiker undertecknat avtal i vilket de är skyldiga att redovisa alla eventuella intressekonflikter.

Dessa har utformats för att säkerställa att *KOMMISSIONENS DELEGERADE FÖRORDNING (EU) 2016/958 av den 9 mars 2016 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 vad gäller tekniska standarder för tillsyn för de tekniska villkoren för en objektiv presentation av investeringsrekommendationer eller annan information som rekommenderar eller föreslår en investeringsstrategi och för uppgivande av särskilda intressen och intressekonflikter efterlevs.*

För fullständiga regler för våra analytiker se: <https://www.analystgroup.se/interna-regler-ansvarsbegransning/>

## Bull and Bear- Rekommendationer

Rekommendationerna i form av bull alternativt bear syftar till att förmedla en övergripande bild av Analyst Groups åsikt. Rekommendationerna är utarbetade genom noggranna processer bestående av kvalitativ research och övervägning samt diskussion med andra kvalificerade analytiker.

Definition Bull: Bull är en metafor för en positivt inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en positiv framtidsutveckling för bolaget

Definition Bear: Bear är en metafor för en pessimistisk inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en negativ framtidsutveckling för bolaget.

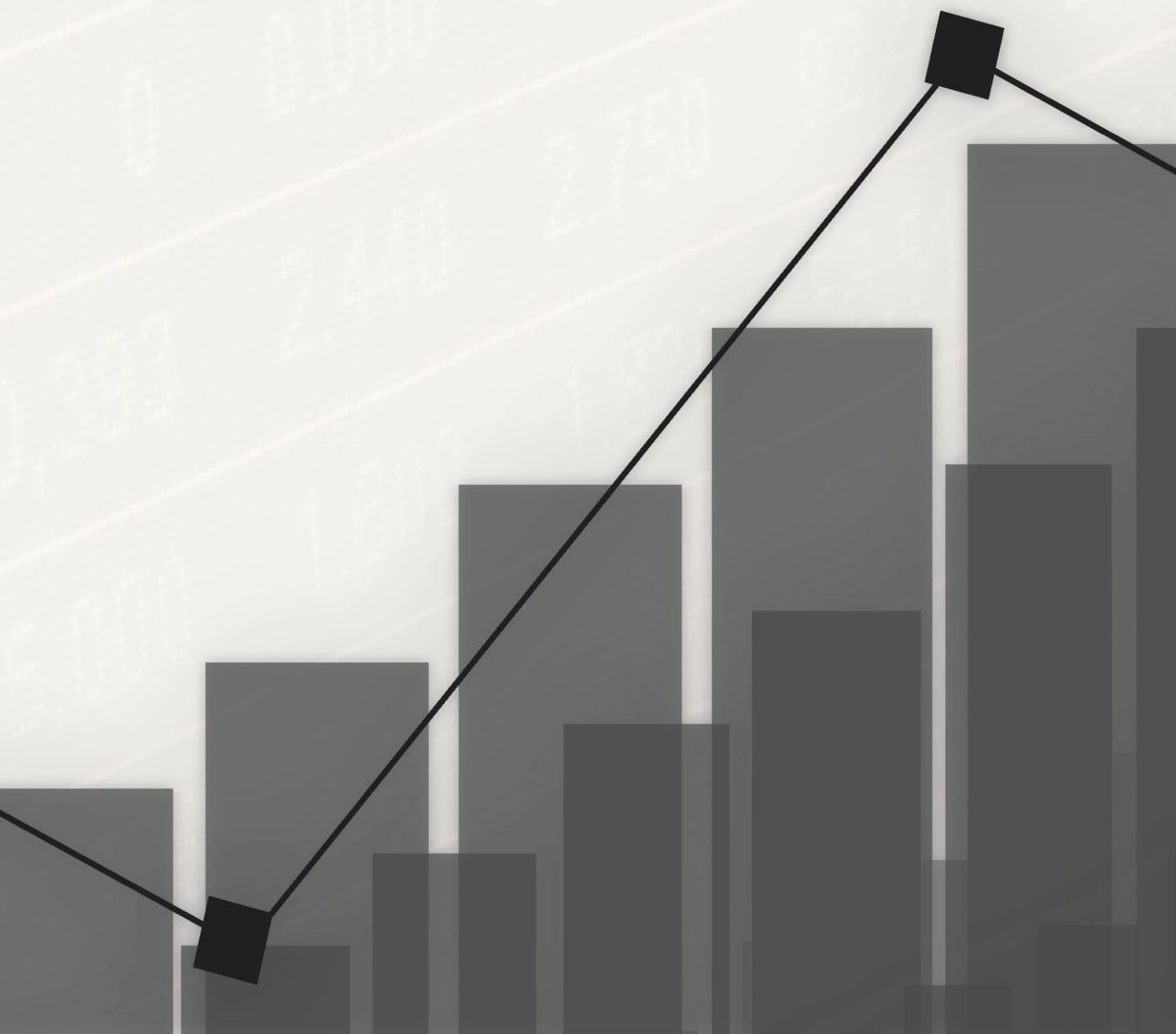
## Övrigt

Denna analys är en så kallad uppdragsanalys. Detta innebär att Analyst Group har mottagit betalning för att göra analysen. Uppdragsgivare **Triboron International AB (publ)** (vidare Bolaget) har inte haft någon möjlighet att påverka de delar där Analyst Group har haft åsikter om Bolaget, framtida värdering eller annat som skulle kunna tänkas utgöra en subjektiv bedömning. De delar som Bolaget har kunnat påverka är de delar som är rent faktamässiga och objektiva.

Analytiker äger inte aktier i bolaget.

## Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2020). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.



**AG EQUITY RESEARCH AB**

Org.nr: 556999-0939 | Mail: [info@analystgroup.se](mailto:info@analystgroup.se)  
Sturegatan 56 114 36, Stockholm | Bankgatan 1A 223 52, Lund