

## Fortsatt stark tillväxt efter nyvunna ordrar

EcoRub levererar unika material där affärsidén är att förädla återvunnen plast eller gummi och på så sätt skapa ett cirkulärt kretslopp, istället för ett slutet kretslopp, där gummit förbränns. Baserat på befintliga ordrar samt potentiella avtal framgent prognostiseras en successivt stigande nettoomsättning till ca 98 MSEK år 2026. Givet gjorda prognoser, en P/S-målmultipl om 2,5x, och en diskonteringsränta om 13,5 % härleds ett potentiellt nuvärde per aktie idag om 0,52 kr i ett Base scenario.

### Adresserar globala marknader med stor potential

EcoRubs största marknad, marknaden för TPE, prognostiseras växa till ca 26 mdUSD år 2027, vilket motsvarar en årlig tillväxt (CAGR) om 5,7 % utifrån ett estimerat marknadsvärde om ca 20 mdUSD för år 2021. TPE är elastiskt och flexibelt likt vulkaniserat gummi vid rumstemperatur, men efter upphettning kan TPE smältas, formas och återvinnas som konventionella plaster.

### Stor uppsida i affärsbenet för TPRR

ThermoPlastic Recycled Rubber (TPRR) är ett högkvalitativt material för den cirkulära ekonomin som består av volymbaserade material i form av pellets för stora produktionstekniker såsom kalandrering, form- och strängsprutning. En stororder inom detta affärsområde skulle vara betydande för EcoRub då avtal av denna kaliber inte sällan kan handla om hundratals miljoner i intäkter. Utmaningen med att sluta avtal inom TPRR är dock att det handlar om långtgående processer där kunden måste testa och utvärdera materialet under en lång tid innan ett inköpsbeslut kan fattas.

### First-mover i nya marknader för gjutna produkter

EcoRub har identifierat nya marknader för gjutna produkter där få eller inga aktörer har fått fotfäste. Dessa marknader inkluderar till exempel gruv-, fordon-, och telekomindustrin samt den marina sektorn och transportsektorn. Om EcoRub lyckas göra ett framgångsrikt inträde i enbart en av dessa sektorer, ser vi att det redan då kan innebära att affärsbenet för gjutna produkter kan generera omfattande ekonomiska värden.

### Upprepar motiverat värde – ser fortsatt tillväxtpotential

EcoRub utvecklas i rätt riktning och till följd av att Bolaget kapitaliserat på flera ordrar, vilket resulterat i tresiffrig försäljningstillväxt i tre av de fyra senaste kvartalen, vilket vi ser ett tecken på styrka då jämförelsebolag inte uppvisat lika stark tillväxt. Således upprepar Analyst Group motiverat värde, där vi i ett Base scenario härleder ett potentiellt nuvärde om 154 MSEK i termer av börsvärde. Givet ovan härledda börsvärde och antal utestående aktier erhålls ett potentiellt nuvärde om 0,52 kr per aktie i ett Base scenario.

### VÄRDERINGSINTERVALL

**Bear**  
0,18 kr

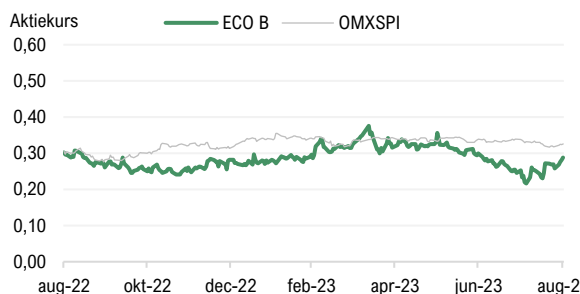
**Base**  
0,52 kr

**Bull**  
1,03 kr

### NYCKELDATA

Senast betalt (2023-08-31)	0,288
Antal Aktier (st.)	296 349 567
Market Cap (MSEK)	85,3
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	26,2
Enterprise Value (MSEK)	111,6
Lista	Spotlight Stock Market
Kvartalsrapport 3 2023	2023-11-27

### KURSUUTVECKLING



### HUVUDÄGARE (KÄLLA: HOLDINGS 2023-06-28)

Svante Larsson	19,2 %
Avanza Pension	5,7 %
Nils Hellgren	4,7 %
4-Chair AB	2,0 %
Agne Johansson	1,5 %

Prognoser (MSEK)	2023E	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	11,3	46,4	74,8	98,2
Bruttokostnader	-6,2	-25,5	-39,3	-49,1
<b>Bruttoresultat (adj.)</b>	<b>5,1</b>	<b>20,9</b>	<b>35,5</b>	<b>49,1</b>
Bruttomarginal (adj.)	45,0%	45,0%	47,5%	50,0%
Rörelsekostnader	-17,0	-20,9	-24,9	-30,0
<b>EBITDA (adj.)</b>	<b>-11,9</b>	<b>0,0</b>	<b>10,6</b>	<b>19,1</b>
EBITDA-marginal (adj.)	neg.	neg.	14,1%	19,4%
P/S	7,5x	1,8x	1,1x	0,9x
EV/S	9,8x	2,4x	1,5x	1,1x
EV/EBITDA	neg.	neg.	10,6x	5,8x

adj. = justerat för aktiverat arbete och övriga rörelseintäkter

## Innehållsförteckning

Kommentar Q2-23	3
Investeringssidé	4
Bolagsbeskrivning	5
Marknadsanalys	6-7
Finansiell prognos	8-11
Värdering	12
Bull & Bear scenario	13
VD-Intervju	14
Ledning & Styrelse	15-16
Appendix	17-18
Disclaimer	19

### OM BOLAGET

EcoRub AB ("EcoRub" eller "Bolaget") är ett *Greentech*-bolag som producerar återvunna pellets designade för formsprutning, strängsprutning, 3D-printing och kalandring. Bolagets återvunna material utvecklas och produceras med materialegenskaper som inrymmer material med gummits elasticitet till styvheten hos hårda plaster. Med lång erfarenhet och know-how tar sig EcoRub an utmaningen att tillsammans med produkttillverkande industrier och företag lösa problemet med ökad resurskonsumtion och avfall genom en cirkulär affärsidé. Bolaget grundades 1995 och har sin fabrik i Lövånger. Aktien är noterad på Spotlight Stockmarket under kortnamnet ECO B.

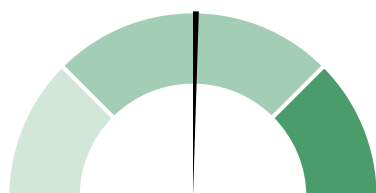
### VD OCH ORDFÖRANDE

Verkställande Direktör	Isac Andersson
Styrelseordförande	Anders Färnlöf

### ANALYTIKER

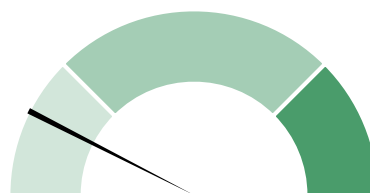
Namn	Rosan Tekin
Telefon	+46 731 58 94 87
E-mail	rosan.tekin@analystgroup.se

## Värde drivare



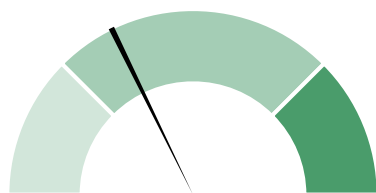
EcoRub har en redan etablerad anläggning på plats med kapacitet att producera ett (1) ton per timme, vilket gör den till Europas största produktionsanläggning för TPRR-material. Med den etablerade anläggningen i Lövånger på plats är fokus riktat mot säljaktiviteter, marknadsföring och kvalitetssäkring av produktion. Med en stigande volym möjliggörs en hög potential för större intäkter där vi antar att EcoRub kommer att kunna kapitalisera på efterfrågan i större utsträckning än tidigare.

## Lönsamhet



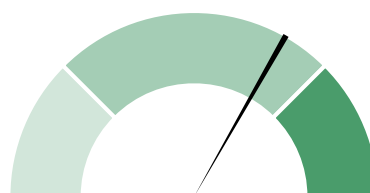
EcoRub har under de senaste åren arbetat intensivt med att utveckla och färdigställa sin första anläggning som är uppförd i Lövånger i Västerbotten, Sverige. Den nuvarande försäljningen är blygsam, varför rådande rörelsekostnader ger upphov till ett negativt resultat. Det operativa kassaflödet har dock hanterats väl under de senaste kvartalen, men där framförallt nödvändiga CAPEX-investeringar har pressat likviditeten. Betyget är baserat på historik och är således inte framåtblickande.

## Ledning & Styrelse



Isac Andersson har varit VD sedan 2021 och har tidigare erfarenhet av att bygga upp bolag, till exempel Bolaget Enycon AB, som gick från idé till att 5 år senare säljas för 90 miljoner vilket vi ser som meriterande. Emellertid har personerna i lednings- och styrelsegruppen varit i Bolaget en kort tid, vilket motiverar ett lägre betyg. För ett högre totalbetyg skulle vi även velat se ett högre insynsägande, vilket uppgår till ca 1 % i dagsläget.

## Risk



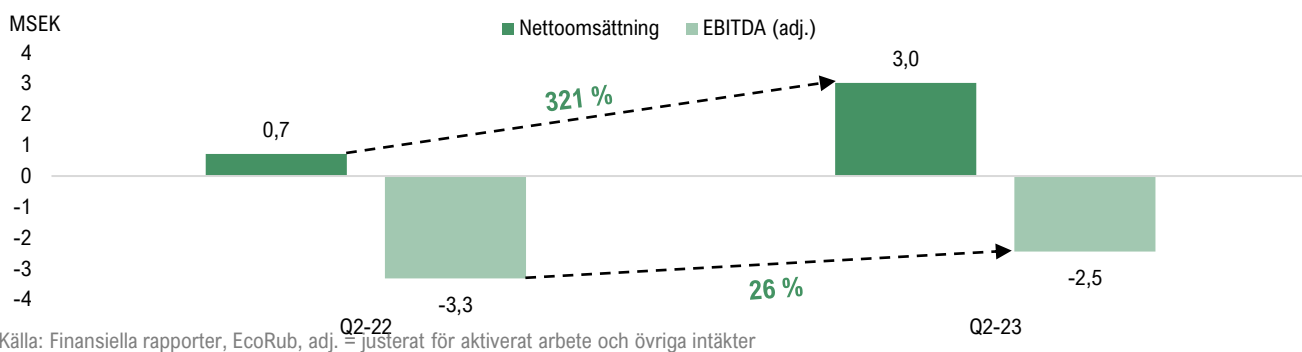
Det finns flera faktorer som blir avgörande för att EcoRub ska kunna nå lönsamhet, t.ex. möjlighet att attrahera kunder inom branscher som kan kännetecknas som konservativa, avtalens utformning, marknadspriser av råvaror, volymer m.m. Detta är således en operativ risk att ta i beaktande. Även den finansiella risken är viktigt att ta i beaktande, då EcoRub historiskt finansierat verksamheten via externa kapitalanskaffningar.

### Nytt rekord – högsta uppmätta nettoomsättningen för ett enskilt kvartal

**321 % Y-Y  
NETTO  
OMSÄTTNING  
Q2-23**

Under Q2-23 uppgick EcoRubs nettoomsättning till 3 MSEK (0,7), motsvarade en ökning om ca 321 % mot jämförbart kvartal år 2022. Analyst Group noterar att kvartalets nettoomsättning är den högsta uppmätta nettoomsättningen för ett enskilt kvartal till dags dato, där den starka omsättningstillväxten som levererats under Q2-23 samt H1-23 är hänförlig till samarbeten med bland annat Svensk Däckåtervinning (SDAB) och Grangården. Med H1-23 avklarat visar EcoRub på fortsatt starkt momentum och en fortsatt positiv nettoomsättningstillväxt. Framgent ser Analyst Group att möjligheterna för EcoRub att leverera en hög tillväxt under kommande år som goda, dels till följd av en stigande orderingång genom samarbeten som tecknades t.ex. med SDAB (55 MSEK över 10 år) och Grangården (2 MSEK), dels genom att efterfrågan på hållbara termoplastiska material fortsätter att vara hög.

**EcoRub ökade nettoomsättningen med 321 % under Q2-23 jämfört med Q2-22 samtidigt som den justerade rörelseförlusten förbättrades med 26 %.**  
Utveckling av nettoomsättningen och justerat rörelseresultat före avskrivningar (EBITDA).



### EBITDA och förändring av rörelsekostnader

**-2,5 MSEK  
JUSTERAT  
EBITDA  
Q2-23**

Rörelseresultatet före avskrivningar (EBITDA) exklusive övriga intäkter för Q2-23 uppgick till ca -2,5 MSEK (-3,3), vilket motsvarar en minskad förlust om 26 %. Sett till totala rörelsekostnader exklusive avskrivningar uppgick dessa till 5,4 MSEK (4), vilket motsvarar en ökning om 35 % jämfört med Q2-22, dock en minskning om 5 % sekventiellt jämfört med Q1-23. Ökningen av kostnaderna på årsbasis kan framförallt hänföras till personalstyrkan som utökad under H1-23, varför personalkostnaderna har ökat på årsbasis. I och med att produktionsautomatiseringar driftsattes under Q2-23 ser vi en klar förbättring av bruttomarginalen där bruttokostnaderna sjönk med ca 0,5 MSEK och var en starkt bidragande faktor till minskningen av kostnadsbasen jämfört med Q1-23.

### Finansiell ställning och kapitalförbrukning

**6,8 MSEK  
RÖRELSE  
KAPITAL  
UTGÅNGEN AV  
Q2-23**

Vid utgången av Q2-23 uppgick EcoRubs kassa till ca 2,7 MSEK, vilket kan jämföras med ca 0,6 MSEK vid utgången av Q1-23. Den positiva nettoförändringen i likvida medel var huvudsakligen hänförlig till finansieringsverksamheten via upptagning av lån. För H1-23 uppgick Bolagets operativa kassaflöde till ca -1 MSEK per månad (exklusive investeringar), vilket är en rimlig burn rate att anta framgent enligt Analyst Group. Givet en kapitalförbrukning om -1 MSEK per månad och senast rapporterade rörelsekapital om 6,8 MSEK, vilket inkluderar kassan om 2,7 MSEK, estimeras EcoRub vara finansierade till början av Q1-24, allt annat lika. Enligt Analyst Group ser likviditeten utmanande ut, och således kan någon form av extern kapitalanskaffning inte uteslutas med säkerhet framgent, där en potentiell lånefinansieringslösning från en större aktieägare ses som mest trolig, följt av en nyemission. Beroende på hur försäljningstillskott och nya ordrar bidrar till likviditeten kan dock EcoRub komma att vara finansierade under en längre period än estimerat.

### Justerade prognoser för helåret 2023

Baserat på utfallet från H1-23 justerar vi våra prognoser där vi estimerar en lägre omsättning om 11,3 (25,7) MSEK till följd av att de stora avtalen uteblivit på kort sikt men där vi ser att EcoRub levererar god tillväxt och där de stora avtalen förväntas komma på längre sikt. Vi justerar även upp bruttomarginalen från 42,5 till 45% då den varit bättre än estimerat under första halvåret. Vi estimerar något högre totala rörelsekostnader till följd av automatiseringar och produktivetsförbättringar samt ökade avskrivningar till följd av nya investeringar i maskiner och anläggningstillgångar.

**26 mdUSD**  
MARKNADS  
VÄRDE  
ÅR 2027

## Adresserar globala marknader med stor potential

EcoRubs största marknad, marknaden för TPE prognostiseras växa till ca 34 mdUSD år 2027, vilket motsvarar en årlig tillväxt (CAGR) om 6,5 % utifrån ett estimerat marknadsvärde om ca 25 mdUSD för år 2022. TPE är elastiskt och flexibelt likt vulkaniserat gummi vid rumstemperatur, men efter upphettning kan TPE smältas, formas och återvinnas som konventionella plaster. Vidare så adresserar EcoRub marknaden för återvunnet gummi som estimerades vara värd 1,04 mdUSD år 2021 och förväntas växa 10,9 % årligen för att nå en storlek om 2,73 mdUSD år 2030. En nyckelfaktor som förväntas driva marknadstillväxten inkluderar bl.a. ett trendskifte i gummiåtervinning där många industrier har ökade krav på hållbara lösningar. Sammantaget ser vi att EcoRub med sina unika cirkulära material adresserar globala marknader där potentialen är stor och har en stark underliggande tillväxt framgent.

## Stor uppsida i affärsbenet för TPRR

*Thermoplastic Recycled Rubber* (TPRR) är ett högkvalitativt material för den cirkulära ekonomin som består av volymbaserade material för stora produktionstekniker såsom kalandrering, form- och strängsprutning. Kundcirkularitet via TPRR sker genom att material tas emot där kunden betalar EcoRub istället för att betala en annan aktör för förbränning. EcoRub har till exempel ett avtal med Roxtec som levererar flexibla tätninglösningar för kablar och rör, där kunder som har industrispill i sin produktion skickar material eller industrispill vilket EcoRub tar emot mot betalning, förädlar och sedan säljer vidare vilket således skapar intäkter i två ändar.

## First-mover i nya marknader för gjutna produkter med potential för stabila kassaflöden

Utöver den redan vunna ordern från WeSports (tidigare Kraftmark AB) om initialt 4 MSEK, med möjlighet till ytterligare 8 MSEK, samarbetsavtalet med Svensk Däckåtervinning AB (SDAB) till ett värde om ca 1 MSEK, samt det initiala ramaorderavtalet med WGS Wellness Group A/S om 3 MSEK över två års tid, förväntas EcoRub kunna vinna ytterligare ordrar på kort sikt via affärsbenet för gjutna produkter. Detta bidrar således till mer närliggande kassaflöden, samtidigt som det finns en substantiell ekonomisk uppsida via affärsbenet för TPRR där avtal med stora aktörer kan generera intäkter uppemot hundratals miljoner. I dagsläget har EcoRub kunder såsom Sandvik, Scania, SAAB med flera, vilket visar att Bolaget redan har ett intresse från ledande aktörer vilket 1) vidimerar teknikhöjden samtidigt som 2) efterfrågan nu börjat visa sig i termer av större ordervärden.

## Prognos och värdering

I ett Base scenario estimeras EcoRub successivt kunna öka omsättningen till ca 98 MSEK år 2026. Baserat på en multipelvärdering, en diskonteringsränta om 13,5 % och P/S 2,5x som målmultipel på 2026 års försäljning, erhålls ett potentiellt nuvärde per aktie om 0,52 kr idag i ett Base scenario. Vid annorlunda utfall av gjorda prognoser eller ny information kan värderingen justeras därefter, åt båda hållen.

## Trögriklig bransch med höga kapitalbehov

EcoRub verkar i en konservativ bransch, något som medför tydliga utmaningar och kommer kräva ytterligare marknadsinsatser, vilket i sig kräver kapital. Beroende på hur försäljningstillskott och hur nya ordrar bidrar till likviditeten estimeras EcoRub vara finansierade under en längre period, givet att Bolaget kan finansiera verksamheten från den löpande verksamheten utan att ta in externt kapital. Likväl är det inte osannolikt att Bolaget kan komma att anskaffa externt kapital under kommande tolv månader, där det exempelvis kan tänkas, om EcoRub fortsätter uppvisa bra momentum, att Bolaget tar sikte på att genomföra en offensiv nyemission. Sammanfattningsvis estimerar vi att EcoRub kommer att växla upp sin kommersiella satsning, vilket i sig kommer med kostnader och kan påverka kapitalförbrukningen. En rimlig konsekvens att anta från sådana investeringar är dock att även försäljningen ökar, vilket förväntas bidra till ett bättre kassaflöde framgent.

## Ett urval av EcoRubs samarbetspartners



EcoRub är ett *Greentech*-bolag vars affärsmodell är att återvinna förbrukat gummi och plast som används inom olika industrier. Bolagets återvunna material utvecklas och produceras med materialegenskaper som inrymmer material med gummits elasticitet till styvheten hos hårda plaster. Genom att använda EcoRubs material kan företaget skapa besparingar eftersom materialet kan återvinnas och användas flera gånger om, och således minska utsläpp.

### Intäktsmodell

EcoRub har ett flertal olika intäktsben som inryms i två distinkta affärsområden: området *produkter*, där gjutna produkter av gummi levereras till olika industrier, samt området *material*, vilket inkluderar leverans av återvunna plaster anpassade för produktion till företaget.

**EcoRub intäktsmodell är diversifierad och står på flera olika ben, vilka kategoriseras inom två olika affärsområden: produkter och material.**

Illustrativ och förenklad bild av EcoRubs intäktsmodell

## PRODUKTER

### Gjutna Produkter av Gummi

- Specialanpassade produkter
- 100% andel återvunnet gummi
- Från prototyper till serietillverkning

**Industri & Gruva**  
Dämpning  
Skydd

**Transport- & Bilindustri**  
Skydd  
Hållare  
Fenders

**Golv & Mattor**  
Industriellt  
Arbetsplatser  
Utomhus

**OPSL**  
PROFARMA STABLE LINING

**Ecokraft**

**ARBERGO**



## MATERIAL

Återvunna Plaster — Anpassade för Produktion

### EcoTPESuper

#### TPS – SEBS-baserade TPE-material

- Utgör hälften av den globala TPE-marknaden
- Mångsidiga användningsområden
- 30-50% återvunnen andel

#### TPV – EPDM vulkaniserade TPE-material

- Applikationer inom bil- och byggindustri
- Högpresterande TPE-material

### TPRR®

- Kundenpassade material
- 30-90 % återvunnen andel
- Cirkulära lösningar för kundens produktion

### EcoAdd

- Kundenpassade material
- 30-90 % återvunnen andel
- Cirkulära lösningar för kundens produktion

### Kundcirkularitet®

- Up-cycling av plast och gummi till nya material
- Kvarning
- Kompounding

Källa: EcoRub, Analyst Groups illustration

*ThermoPlastic Recycled Rubber* (TPRR) är ett exempel på ett högkvalitativt material för den cirkulära ekonomin som består av volymbaserade material i form av pellets för stora produktionstekniker såsom kalandrering, form- och strängsprutning. Kundcirkularitet via TPRR sker genom att material tas emot av EcoRub, där kunden i sin tur betalar EcoRub istället för att betala andra aktör för förbränning (exempelvis PreZero, Stena Recycling m.fl.). EcoRub har till exempel ett avtal med Roxtec som levererar flexibla tätninglösningar för kablar och rör, där kunder som har industrispill i sin produktion skickar material eller industrispill vilket EcoRub tar emot mot betalning, förädlar och sedan säljer vidare vilket således skapar intäktströmmar i två ändar. För gjutna produkter erbjuder EcoRub en rad olika specialanpassade produkter med 100 % återvunnet gummi via egna varumärken såsom Arbergo, PSL och Ecocraft.

### Strategiska utsikter

TPRR eller liknande material kan hantera volymer som är stora nog för att attrahera multinationella bolag inom industrier där gummi och/eller plast är en komponent i deras egna produkter. En stororder inom detta affärsområde skulle vara betydande för EcoRub då avtal av denna kaliber inte sällan kan handla om hundratals miljoner kronor i intäkter. Utmaningen med att sluta avtal inom TPRR är dock att det handlar om långtgående processer där kunden måste testa och utvärdera materialet under en lång tid innan ett inköpsbeslut kan fattas. Detta belyser således ytterligare värdet av EcoRubs affärsområde för gjutna produkter, vilket, parallellt med att kunder inom TPRR-benet bearbetas, kan bidra med ett stadigt kassaflöde. Ur ett förhandlingsperspektiv kan det dessutom anses vara värdefullt att ha en god likviditet och kassa att tillgå, då detta kan stärka EcoRubs förhandlingsposition mot exempelvis en multinationell storkund. Det finns således även ett strategiskt högt värde av att EcoRub nu kan börja kapitalisera på just gjutna produkter.

TPRR®  
Thermo  
Plastic  
Recycled  
Rubber

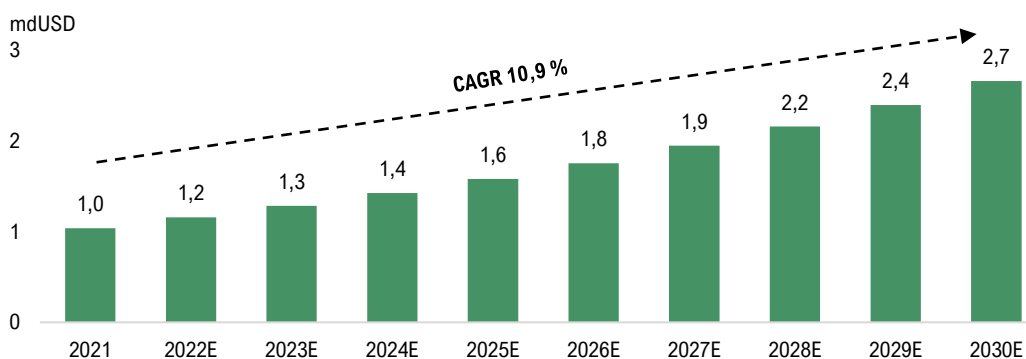
10,9 %  
CAGR  
MARKNADS  
TILLVÄXT

### Den globala marknaden för återvunnet gummi förväntas visa tvåsiffrig tillväxt

Den globala marknaden för återvunnet gummi estimerades vara värd 1,04 mdUSD år 2021 och förväntas växa 10,9 % (CAGR) årligen för att nå en storlek om 2,73 mdUSD år 2030. En nyckelfaktor som förväntas driva marknadstillväxten inkluderar bl.a. ett trendskifte i gummiåtervinning där många industrier har ökade krav på hållbara lösningar. I en artikel från *European Rubber Journal* diskuteras det även hur den europeiska gummiåtervinningssektorn håller på att bli ett av de mest dynamiska segmenten inom återvinnings-industrin<sup>1</sup>. Vidare så nämns det i artikeln att andelen återvunnet innehåll fortfarande är väldigt begränsat i återvunna produkter, men att de senaste teknologierna har potential att skapa en signifikant ökning av den återvunna proportionen. Enligt artikeln ligger andelen återvunnet material endast kring 10–15 % för till exempel slitbanan hos bildäck, medan EcoRub kan uppnå nivåer om 30 % eller högre, vilket visar att det finns en betydande uppsida för att öka andelen återvunnet material.

### Den globala marknaden för återvunnet gummi förväntas växa med en CAGR om 10,9 % och nå 2,7 mdUSD år 2030.

Marknadsestimat 2022E-2030E, den globala marknaden för återvunnet gummi



Källa: Reclaimed Rubber Market Size & Share Report, 2022 - 2030 (grandviewresearch.com)

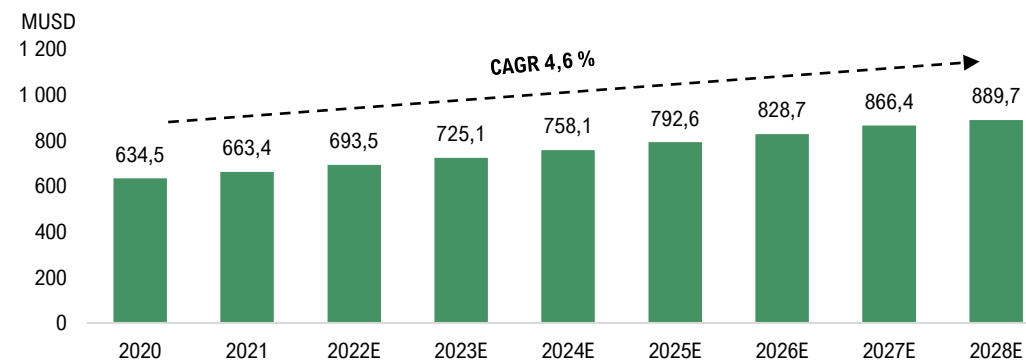
4,6 %  
CAGR  
MARKNADS  
TILLVÄXT

### Den globala marknaden för gummigranulat estimeras växa till 890 MUSD år 2028

Den globala marknaden för gummigranulat estimerades vara värd 634,5 MUSD år 2020 och förväntas växa 4,6 % (CAGR) årligen för att nå en storlek om 889,7 MUSD år 2028. Faktorer som förväntas driva marknadstillväxten innefattar det ökade utbudet av gummi produkter tillsammans med den ökade efterfrågan för gummigranulat i olika applikationer som till exempel tillverkningsindustrin, stötdämpning och säkerhetsprodukter. Gummigranulat är en typ av återvunnet gummi som uppstår efter återvinning av till exempel bildäck och är en kostnadseffektiv metod samt miljövänlig metod som minskar utsläppen av växthusgaser.

### Den globala marknaden för gummigranulat förväntas växa med en CAGR om 4,6 % och nå ca 890 MUSD år 2028

Marknadsestimat 2022E-2028E, den globala marknaden för gummigranulat



Källa: Global Rubber Granules Market Expected to Reach USD 889.7 Million by 2028 | Growth Market Reports

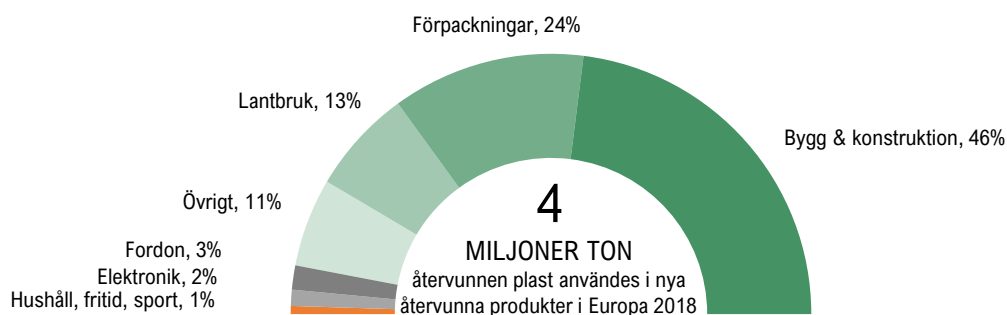
1. EU Rubber Recycling Sector Gaining "Unprecedented Traction" | European Rubber Journal (european-rubber-journal.com)

### EcoRub verkar i marknader med strukturell medvind

Av de totalt 360 miljoner ton plast som förbrukas globalt varje år står Europa för 60 miljoner ton, och tills år 2050 förväntas den globala förbrukningen ha fyrfaldigats, där endast 4 % estimeras vara återvunnet och resten förbränns. EcoRub levererar ett koncept där affärsidén är att förädla återvunnen plast eller gummi till högkvalitativa material och på så sätt skapa ett cirkulärt kretslopp istället för ett slutet kretslopp där materialet förbränns, varför Bolaget bidrar positivt till FN:s globala hållbarhetsmål inom industriell produktion och konsumtion. EcoRubs marknad är i dagsläget inom Europa men kapaciteten är skalbar för global implementation.

#### Hur återvunnen plast används i nya produkter idag.

Andelar av återvunnen plast som används i olika produkter eller sektorer



Källa: Plastics – The Facts 2020, PlasticsEurope 2020. Conversio Market & Strategy GmbH.

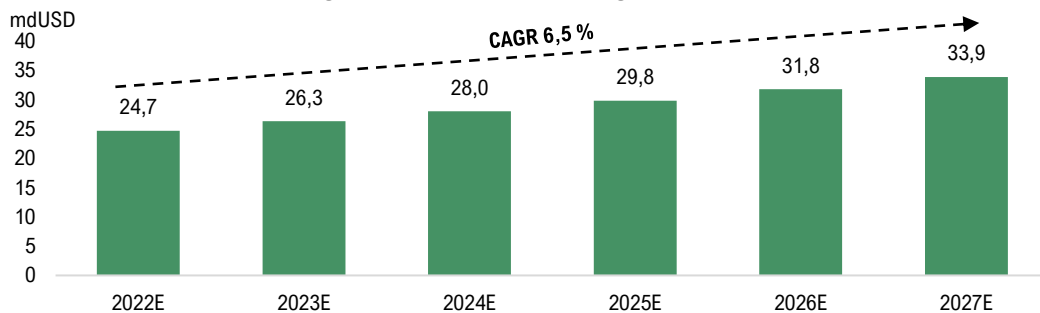
### Marknaden för termoplastiska elastomerer (TPE) förväntas vara värd ca 34 mdUSD 2027

TPE kombinerar fördelarna med gummi och plast, samt är elastiskt och flexibelt likt vulkaniserat gummi vid rumstemperatur, men efter upphettning kan TPE smältas, formas och återvinnas som konventionella plaster. Vidare så kan TPE färgläggas med enkelhet och möjliggöra kombinationer av hårda och mjuka komponenter vilket lämpar sig i t ex fordon. Enligt en marknadsanalys från MarketsandMarkets prognostiseras ett marknadsvärde om ca 34 mdUSD år 2027, vilket motsvarar en årlig tillväxt (CAGR) om 6,5 % utifrån ett estimerat marknadsvärde om ca 24,7 mdUSD för år 2022 (se figur nedan). De faktorer som förväntas driva TPE-marknaden är ökad efterfrågan av miljövänliga material inom flera industrier som till exempel fordon- och byggindustrin, men även den ökade penetrationen av elbilar förväntas bidra till ökad tillväxt.

**CAGR 6,5 %**  
MARKNADEN  
FÖR  
TPE

#### Den globala marknaden för TPE förväntas växa med en CAGR om 6,5 % och nå 33,9 mdUSD år 2027.

Marknadsestimat 2022E-2027E, den globala marknaden för återvunnet gummi



Källa: Thermoplastic Elastomers Market, Global Industry Size Forecast (marketsandmarkets.com)



EcoRub återvinner plast och gummi och säljer det tillbaka till industrin i cirkulära flöden. Kunderna är stora industrier, fordon- och byggkonstruktionsföretag, och säljcyklerna är långa, liksom kundrelationerna när väl avtal har etablerats. Teknikmässigt har EcoRub kommit en lång bit på vägen med en redan etablerad anläggning i Löfvånger, dock har ännu inga större intäkter genererats, vilket Analyst Group estimerar bli en betydande faktor under år 2023 och framgent. Bolaget har under året till exempel tecknat samarbetsavtal med Svensk Däckåtervinning AB till ett värde om drygt 55 MSEK över 10 år, samt ett avtal gällande en initial ramorder om 3 MSEK över två års tid med danska WGS Wellness Group för produktserien Profarma Stable Lining (PSL). Utöver dessa ordrar har EcoRub även tecknat flera LOI som potentiellt kan leda till nya avtal.

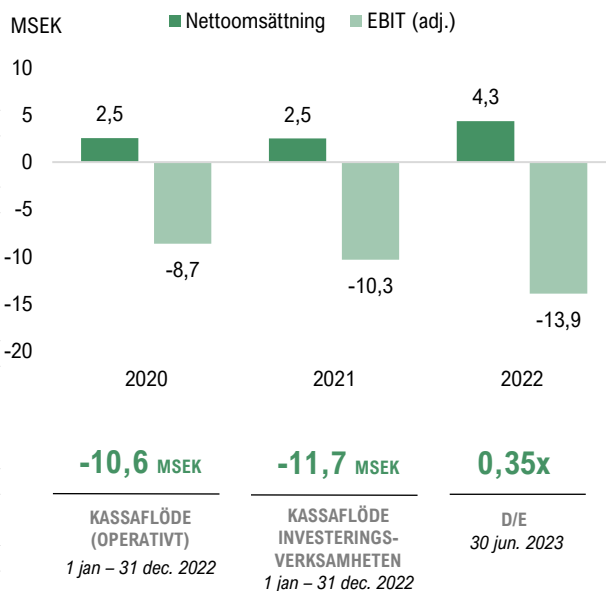
Resultatmässigt har EcoRub kunnat verka med en relativt låg operativ *burn rate*, med låga OPEX. Istället har det varit CAPEX-investeringar hänförliga till anläggningen i Löfvånger samt immateriella rättigheter som varit drivande, vilket kan ses i Bolagets balansomslutning och tillika kassaflödet från investeringsverksamheten som vid utgången av december 2022 uppgick till ca -11,7 MSEK. Grundinvesteringar har således gjorts, och från år 2022 är ambitionen att öka försäljningen genom att implementera strategin *The EcoWay 2024* – vägen till kundcirkularitet.

**Med gjorda investeringar har EcoRub idag en färdigställd anläggning i Löfvånger, vilket estimeras börja generera högre intäkter under år 2023 och framgent.**

Historiska räkenskaper och nyckeltal

Resultaträkning (MSEK)	2020	2021	2022	LTM
Nettoomsättning	2,5	2,5	4,3	5,8
Aktiverat arbete	1,9	1,4	0,8	1,3
Övriga rörelseintäkter	0,0	0,3	2,6	3,1
<b>Totala intäkter</b>	<b>4,5</b>	<b>4,2</b>	<b>7,7</b>	<b>10,1</b>
Råvaror och förnödenheter	-1,1	-1,3	-2,9	-4,1
<b>Bruttoresultat</b>	<b>3,4</b>	<b>2,8</b>	<b>4,8</b>	<b>6,1</b>
Bruttomarginal	76,0%	67,8%	62,4%	59,8%
Övriga externa kostnader	-3,3	-4,4	-6,3	-7,0
Personalkostnader	-5,7	-6,2	-7,5	-8,3
Avskrivningar	-1,1	-0,9	-1,5	-1,8
<b>EBIT</b>	<b>-6,7</b>	<b>-8,7</b>	<b>-10,5</b>	<b>-11,0</b>
EBIT-marginal	-150%	-208%	-136%	-108%
Finansiella intäkter	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansiella kostnader/netto	-0,4	-1,2	-0,5	-0,3
<b>EBT</b>	<b>-7,1</b>	<b>-9,9</b>	<b>-11,0</b>	<b>-11,2</b>
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoresultat</b>	<b>-7,1</b>	<b>-9,9</b>	<b>-11,0</b>	<b>-11,2</b>
Nettomarginal	-158%	-237%	-142%	-111%

Källa: EcoRub



adj. = justerat för aktiverat arbete och övriga rörelseintäkter

### Balansräkning och rörelsekapital

Vid utgången av Q2-23 hade EcoRub ett rörelsekapital om ca 6,8 MSEK, varav 2,7 MSEK utgjordes av likvida medel. Därutöver meddelade Bolaget den 20 april att den största ägaren (Svante Larsson) har ingått ett avtal om att finansiera verksamheten under 2023 via lån till en årlig ränta om 5,65 %, där räntan kan ändras över tid, avhängigt reporäntans utveckling. Det ska dock tilläggas att ca 3,7 MSEK är kapital som är bundet till varulagret vilket medför att den finansiella ställningen är utsatt för försäljningsrisk på kort sikt. Vidare, eftersom Bolaget inte ännu är lönsamt och har långfristiga skulder om ca 28 MSEK, att jämföra med ca 23 MSEK vid utgången av Q1-23, skapar det en finansiell risk på medellång- till lång sikt, där det blir viktigt att bevaka EcoRubs försäljningsutveckling och likviditet för att kunna avgöra huruvida en extern kapitalanskaffning kan bli aktuell inom den närmsta tiden.

**2,7 MSEK**  
LIKVIDA  
MEDEL  
Q2-23



## Prognosperiod: år 2023 till 2026

De finansiella prognoserna sträcker sig till år 2026, där Analyst Groups estimat i ett Base scenario primärt utgår från den befintliga anläggningen i Lövånger. EcoRubs ambition är att expandera med ytterligare en anläggning under perioden, vilket skulle få en signifikant påverkan på de finansiella prognoserna. I ett Base scenario antas dock en konservativ ansats där gjorda estimat utgår från anläggningen i Lövånger, vilket således lämnar utrymme för eventuell upprevidering framgent. För andra scenarion, se *Bull-* och *Bear scenario* på sida 14.

## Omsättningsprognos

EcoRubs första produktionsanläggning i Lövånger är klar och togs i drift under år 2019. Bolaget har idag kapacitet för att producera 6000-8000 ton TPRR per år och är därmed den enda anläggningen i Sverige som idag kan producera återvunna termoplastiska material likt TPRR i industriell skala. Framgent är ett av EcoRub delmål att nå en ökad teknisk kapacitet för produktion av TPRR i anläggningen i Lövånger, men målet är att nuvarande kapacitet om ca 7 900 ton/år skall leverera en nettoomsättning om 200-270 MSEK år 2024.

### Antaganden om kapacitet

Kapacitet att hantera TPRR idag:

~7 900 ton/år

För att härleda intäktsprognoserna i ett Base scenario görs antaganden om vilka volymer som kan uppnås i anläggningen i Lövånger över tid, samt vilka prisnivåer som kan gälla vid försäljning av TPRR. Det är viktigt att understryka att prissättningen varierar beroende på hur hög halt av återvunnet TPRR som avses, samt av både inre och yttre omständigheter. Exempel på yttre omständigheter är hur kriget i Ukraina resulterat i att energipriserna har ökat signifikant i Europa. Det finns dessutom andra globala makrofaktorer som påverkar priset på TPRR, t.ex. oljepriset, vilket därmed också påverkar den potentiella lönsamheten för vissa återvunna material. I Analyst Groups estimat görs ett antagande om en prissättning som hålls konstant över prognosperioden, vilken härleds med förankring till EcoRubs finansiella målsättning om att nuvarande produktionskapacitet ska kunna leverera en omsättning om 200-270 MSEK.

### EcoRubs försäljningspris av TPRR till slutkund utifrån antagna prissättningsnivåer:

EcoRubs försäljningspris av TPRR

30-50 SEK/kg

Framgent är EcoRubs tillväxt beroende av utvecklingen av befintliga kundavtal såväl som etablering av nya, där slutkunderna utgörs av stora industribolag. I ett Base scenario antar Analyst Group en kapacitet om ca 7 900 ton/år med ett genomsnittligt försäljningspris om ca 30 SEK/kg, motsvarande den lägre delen i intervallet, och att EcoRub därmed får utrymme att kunna börja skala upp volymerna.

EcoRub har ett flertal olika kunder i olika branscher, där bl.a. ett orderavtal med Grangården gällande leverans av PSL hästmattor under Q2-23 och Q3-23 till ett värde om ca 2 MSEK, och ett annat är ett samarbete med tysk-kinesiska KraussMaffei avseende utveckling av hållbara och kostnadseffektiva material för 3D-printing där KraussMaffei omsätter över 10 mdSEK årligen. Vidare har EcoRub samarbetsavtal med Svensk Däckåtervinning AB till ett värde om drygt 55 MSEK över 10 år, samt ett avtal gällande en initial ramorder om 3 MSEK över två års tid med danska WGS Wellness Group för produktserien Profarma Stable Lining. Som ett illustrativt exempel beträffande marknadspotentialen så finns cirka 41 000 hästar i Danmark, vilket innebär en marknadspotential om ca 285 MSEK, givet att en hästbox är ca 10 m<sup>2</sup> och EcoRubs försäljningspris av PSL är 695 per m<sup>2</sup>. Detta kan även ställas i relation till den nordiska marknaden där EcoRub uppskattar att det finns ca 440 000 hästar, vilket motsvarar en marknadspotential om ca 3 mdSEK.

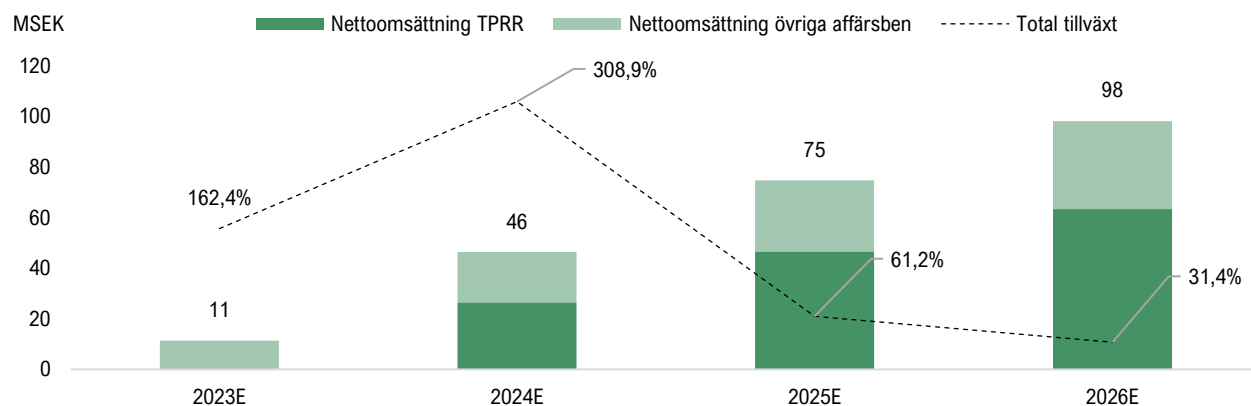
Dessa avtal kan ses som ett *Proof of Concept* i den bemärkelsen att EcoRub redan har lyckats att knyta till sig en kundbas. Inte minst avtalet med WGS Wellness Group är intressant då det öppnar upp för en ny marknad med substansiell potential, vilket vi menar sänder en stark signal till marknaden om värdet i EcoRubs erbjudande och lösningar. För att nuvarande affärsstrategi ska lyckas är det dock avgörande att EcoRub är fortsatt framgångsrika i sitt arbete med att knyta till fler kunder för att volymerna ska kunna stiga från år 2023 och framåt.

Utifrån gjorda antagen utgår Analyst Groups finansiella modell från en linjär tillväxt. I praktiken är det dock viktigt att notera att volymer är beroende av hur avtal är utformade, kundens efterfrågan, krav kring anpassning av anläggning m.m. Övriga affärsben estimeras utifrån en uppskattning av tidigare avtal och kommunicerade ordrar med en linjär årlig tillväxt.

Utifrån det försäljningspris som antas i modellen, estimerad volym under åren 2023-2026, samt antaganden om hur mycket övriga affärsben kan tänkas bidra till den totala försäljningen, genererar det följande omsättningsprognos i ett Base scenario:

## Givet att EcoRub kan attrahera kunder och öka mängden volym, ger affärsmodellen utrymme för en hög tillväxt.

Estimerad nettoomsättning från TPRR samt övriga affärsben, Base scenario

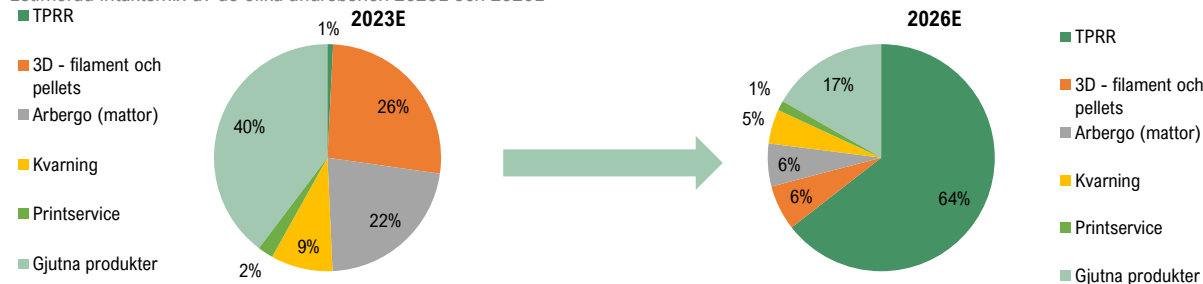


Analyst Groups prognos

Estimat TPRR	2023E	2024E	2025E	2026E
Försäljningsvolym (antal ton/år)	3	879	1 551	2 111
Försäljningspris (SEK/kg)	30	30	30	30
<b>Nettoomsättning TPRR (MSEK)</b>	<b>0</b>	<b>26,4</b>	<b>46,5</b>	<b>63,3</b>
Tillväxt (% YOY)		na	76,5%	36,1%
Estimat övriga affärsben (MSEK)	2023E	2024E	2025E	2026E
3D - filament och pellets	3,0	4,5	5,6	6,3
Arbergo	2,5	3,5	5,0	6,0
Kvarning	1,0	2,5	3,6	4,8
Printservice	0,3	0,5	0,9	1,4
Gjutna produkter	4,5	9,0	13,1	16,4
<b>Nettoomsättning övriga affärsben</b>	<b>11,3</b>	<b>20,0</b>	<b>28,2</b>	<b>34,9</b>
Tillväxt (% YOY)	134,4%	56,9%	41,2%	23,6%

## TPRR förväntas utgöra en stor del av intäkterna år 2026E.

Estimerad intäktsmix av de olika affärsbenen 2023E och 2026E



Analyst Groups prognos

**40-50%  
BRUTTO  
MARGINAL  
ANTAS I  
MODELLEN**

## Bruttokostnader

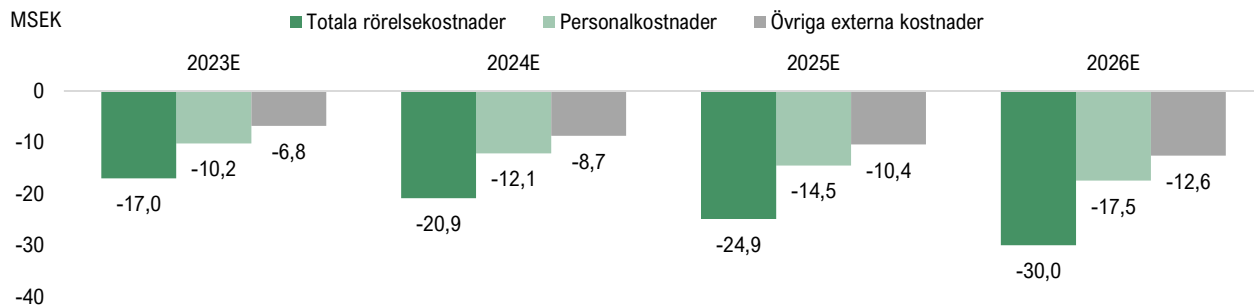
EcoRubs affärsmodell utgår från att inhämta förbrukat gummi samt plast och återvinna det genom att avlägsna kontaminerade kemikalier, vilket ger upphov till en form av tillverkningskostnad för Bolaget. Precis som med prissättningen beror bruttokostnaden för återvinning och tillverkning på många faktorer, inklusive graden av återvunnet material, effektivitet, och produktmix. I Analyst Groups prognoser antas en bruttomarginal som rimligen kan matcha den applicerade prissättningsnivån över tid, där en bruttomarginal om 50 % antas i slutet av perioden, vilket är något högre än vad processindustrier brukar ha, om man ser på EcoRubs historiska nivåer har bruttomarginalen legat kring 40-80%, varför vi ser att 40-50 % är ett konservativt antagande och hållbart framgent. Inte minst då EcoRub avser att kunna positionera sina produkter i "premiumsegment" på längre sikt, vilket motiverar högre marginaler.

## Rörelsekostnader

EcoRub har visionen att bli marknadsledande inom cirkulära termoplastiska material, vilket kräver avtal och samarbeten med olika aktörer i värdekedjan, t.ex. distributörer, transportföretag och energibolag vilket ger upphov till direkta verksamhetskostnader. Slut användarna är i form av industri- och miljöbolag, vilket med tanke på dessa branschers relativa trögrörlighet kommer kräva att resurser investeras i olika marknadsinsatser för att driva på försäljningsarbetet. För att parallellt öka inträdesbarriärerna mot konkurrenter blir det även viktigt att ha gynnsamma miljöförhållanden på plats samt bygga ett starkt varumärke kring Bolagets unika material. Med hänsyn till EcoRubs adresserbara kundgrupp är det tänkbart att vissa anpassningar kommer behöva göras av EcoRubs anläggning, vilket kan ge upphov till både OPEX- och CAPEX-investeringar. Vidare, om än i låg takt vilket möjliggörs av Bolagets affärsmodell, förväntas EcoRub behöva mer personal allt eftersom organisationen växer. Dock, med tanke på att nya investeringar i organisationen, försäljningsarbete och marknadspositionering inte förväntas växa i takt med estimerad volym och omsättning, prognostiseras EBITDA-marginalen kunna stiga framöver.

### EcoRubs personalkostnader estimeras stå för större delen av företagets kostnadsbas.

Rörelsekostnader åren 2023E-2026E, Base scenario.



Analyst Groups prognos

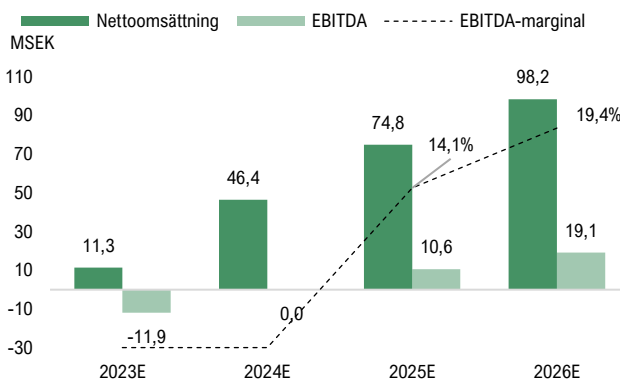
### Följande är en sammanställning av Analyst Groups estimat för EcoRub.

Finansiell prognos, Base scenario

Prognos (base), MSEK	2023E	2024E	2025E	2026E
<b>Nettoomsättning</b>	<b>11,3</b>	<b>46,4</b>	<b>74,8</b>	<b>98,2</b>
COGS	-6,2	-25,5	-39,3	-49,1
<b>Bruttoresultat (adj.)<sup>1</sup></b>	<b>5,1</b>	<b>20,9</b>	<b>35,5</b>	<b>49,1</b>
Bruttomarginal (adj.) <sup>1</sup>	45,0%	45,0%	47,5%	50,0%
Övriga externa kostnader	-6,8	-8,7	-10,4	-12,6
Personalkostnader	-10,2	-12,1	-14,5	-17,5
<b>EBITDA (adj.)<sup>1</sup></b>	<b>-11,9</b>	<b>0,0</b>	<b>10,6</b>	<b>19,1</b>
EBITDA-marginal (adj.) <sup>1</sup>	neg.	neg.	14,1%	19,4%

Analyst Groups prognos

<sup>1</sup>Exkl. aktiverat arbete och övriga intäkter.



För att ge värderingen perspektiv görs en jämförelse med ett urval av aktörer inom återvinning och miljöteknik. Även om produkt och marknad skiljer sig, finns likheter mellan företagen och EcoRub avseende affärsmodell, storlek, tillväxtutsikter, marginaler och, till viss del, kapitalstruktur.

### Ett urval av bolag verksamma inom återvinning och miljöteknik visar på värderingsnivåer omkring P/S 0,8x (median).

Urval av sektorbolag inom återvinning och miljöteknik

(MSEK)	Marknadsdata				Nettoomsättning			Värdering		År 2022
Bolag	Market Cap	Nettoskuld	Enterprise Value	Nettoskuld / Market Cap	2021	2022	LTM	EV/S LTM	P/S LTM	Omsättnings-tillväxt Y-Y
Saxlund	107,3	-1,3	106,0	0,0x	257,8	250,0	234,6	0,5x	0,5x	-3%
Ecoclimate	230,7	-46,5	184,2	-0,3x	143,9	241,2	274,4	0,7x	0,8x	68%
Kollect on Demand	14,9	8,5	23,4	0,4x	50,3	64,9	75,8	0,3x	0,2x	29%
Polyplank	26,2	11,2	37,4	0,3x	33,0	34,3	33,5	1,1x	0,8x	4%
NFO Drives	91,9	-13,7	78,2	-0,2x	35,7	42,5	47,4	1,7x	1,9x	19%
Recycotec	4,3	2,6	7,0	0,4x	13,4	15,0	14,7	0,5x	0,3x	12%
ECOMB	12,9	-0,6	12,3	0,0x	2,5	6,0	6,0	2,0x	2,1x	145%
Högsta	230,7	11,2	184,2	0,4x	257,8	250,0	274,4	2,0x	2,1x	145%
75e percentilen	99,6	5,6	92,1	0,3x	97,1	153,1	155,2	1,4x	1,4x	48%
<b>Medelvärde</b>	<b>69,7</b>	<b>-5,7</b>	<b>64,1</b>	<b>0,1x</b>	<b>76,6</b>	<b>93,4</b>	<b>98,1</b>	<b>1,0x</b>	<b>1,0x</b>	<b>39%</b>
<b>Median</b>	<b>26,2</b>	<b>-0,6</b>	<b>37,4</b>	<b>0,0x</b>	<b>35,7</b>	<b>42,5</b>	<b>47,4</b>	<b>0,7x</b>	<b>0,8x</b>	<b>19%</b>
25e percentilen	13,9	-7,5	17,8	-0,1x	23,2	24,6	24,1	0,5x	0,4x	8%
Lägsta	4,3	-46,5	7,0	-0,3x	2,5	6,0	6,0	0,3x	0,2x	-3%
<b>Ecorub</b>	<b>85,3</b>	<b>26,2</b>	<b>111,6</b>	<b>0,3x</b>	<b>2,5</b>	<b>4,3</b>	<b>8,1</b>	<b>13,8x</b>	<b>10,5x</b>	<b>73%</b>

Källa: Refinitiv, Börnsdata, Bolagsrapporter. Senaste stängningsdata från 2023-08-31

Då EcoRub prognostiseras växa i hög takt utgår värderingen från en försäljningsmultipl, *Price-to-Sales* (P/S). Lönsamhet för ett enskilt helår förväntas nås år 2025, varför en försäljningsmultipl är mer rättvisande idag. Vid en analys av jämförelsebolagen konstateras en genomsnittlig omsättningstillväxt om 39 % och en mediantillväxt om 19 % för Q2-23 på årsbasis (Y-Y), medan EcoRub uppvisat en tillväxt om 321 % under Q2-23 och 73 % för helåret 2022, vilket placerar Bolaget en bra bit över genomsnittet. Då EcoRub uppvisat en tresiffrig omsättningstillväxt Y-Y i tre av de fyra senaste kvartalen, samt en tillväxt mellan år 2021-2022 (73 %) som placeras mellan den 75e percentilen och det högsta värdet inom jämförelsegruppen ser Analyst Group att EcoRubs tidigare målmultipl om P/S 2,5x är motiverad till följd av den tydliga trenden av tillväxt, trots att värderingarna har sjunkit i sin helhet för jämförelsegruppen. Givet en målmultipl om 2,5x, applicerad på 2026 års nettoomsättning om ca 98 MSEK, erhålls ett Market Cap om ca 246 MSEK för år 2026. Beroende på diskonteringsränta, vilket reflekterar den tidsrisk som finns av händelser som ligger flera år bort och som ännu ej inträffat, erhålls olika värderingsnivåer. Analyst Group tillämpar en diskonteringsränta om 13,5 % vilket tar höjd för den finansiella risken då EcoRub vid utgången av Q1-23 hade räntebärande skulder om ca 23 MSEK, vilket motsvarar en Nettoskuld/Market Cap-kvot om 0,25x. Detta utgör en risk som, i vår mening, är viktig att beakta. Utifrån en P/S-multipl om 2,5x, prognostiserad försäljning om ca 98 MSEK år 2026, samt en diskonteringsränta om 13,5 %, erhålls ett potentiellt nuvärde per aktie om 0,52 kr, vilket motsvarar ett nuvärde om ca 154 MSEK i termer av Market Cap.

**0,52 kr**  
PER AKTIE I ETT  
BASE SCENARIO

#### Beroende på tillämpad målmultipl och diskonteringsränta motiveras olika potentiella nuvärden per aktie i ett Base scenario.

Base scenario, sensitivitetsanalys

		P/S				
		0,5x	1,5x	2,5x	3,5x	4,5x
WACC	9,5%	0,12	0,36	0,59	0,83	1,07
	11,5%	0,11	0,33	0,55	0,78	1,00
	13,5%	0,10	0,31	<b>0,52</b>	0,73	0,93
	15,5%	0,10	0,29	0,49	0,68	0,88
	17,5%	0,09	0,27	0,46	0,64	0,82

Analyst Groups prognos

### Bull scenario

Följande är ett urval av potentiella värde drivare i ett Bull scenario:

- EcoRub antas snabbare kunna attrahera kunder och signera kontrakt som resulterar i högre volym relativt angivet Base scenario. Detta antas kunna ske genom dels att nuvarande pilotprojekt är framgångsrika, dels att EcoRub med allt fler referensuppdrag möjliggör och underlättar arbetet för att knyta till sig nya kunder.
- EcoRub har ett uttalat mål att, utöver uppskalningen av anläggningen i Lövånger, expandera med ytterligare en anläggning kommande åren. I ett Bull scenario antas Bolaget vara framgångsrika i detta arbete och tills år 2026 ha totalt två etablerade anläggningar.
- Med en snabbare expansionstakt bör det utifrån det redan fördelaktiga utgångsläget idag, resultera i ännu högre inträdesbarriärer mot tänkbara konkurrenter under de närmaste åren. Om EcoRub kan etablera en stark branschposition och påvisa goda chanser till större marknadsandel, bör det ge en positiv effekt i bolagsvärderingen redan innan en faktisk ekonomisk effekt kan ses i kassaflödena.

I ett Bull scenario motiveras en högre värdering och givet gjorda prognoser, en målmultipel om P/S 3,7x på 2026 års nettoomsättning om ca 143 MSEK, en diskonteringsränta om 13,5 %, motiveras ett nuvärde per aktie om 1,03 kr i ett Bull scenario, där framtida expansion med ytterligare anläggningar är den största drivaren i scenariot.

### Bear scenario

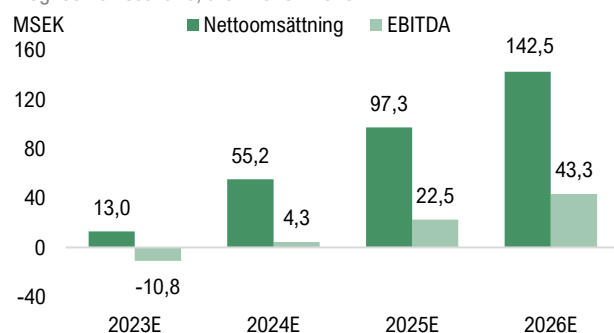
Följande är ett urval av potentiella scenarion i ett Bear scenario:

- Det är avgörande att EcoRub är framgångsrika i att vinna tillräckligt med kundavtal för att volymerna ska kunna stiga. Affärsmodellen förväntas ge bra lönsamhet vid god efterfrågan vilket möjliggör en hög ROI och kort återbetalningstid, men om volymerna uteblir eller inte är tillräckliga, är risken stor för att återkommande kapitalinjektioner blir nödvändiga för att täcka Bolagets *burn rate* och utöka tidsramen för att försöka växa kundbasen och efterfrågan.
- Ett Bear scenario antas bestå av att efterfrågan av EcoRubs cirkulära material stiger långsammare än väntat, vilket gör att ytterligare anläggningar under prognosperioden inte blir aktuellt utan fullt fokus måste riktas mot Lövånger.
- En lägre försäljningsvolym och lägre rörelseresultat än väntat antas hålla nere lönsamheten längre än väntat, där ytterligare finansiering via t.ex. företrädesemission, riktade emissioner och/eller lån inte kan uteslutas. Vid en trögare utveckling kan värderingen av aktien komma att pressas, vilket kan resultera i en högre utspädning vid eventuell aktiekapitalanskaffning.

I ett Bear scenario motiveras en lägre värdering av aktien där givet gjorda prognoser och en målmultipel om P/S 1,4x på 2026 års prognostiserade försäljning om ca 66 MSEK, motiveras ett nuvärde per aktie om 0,18 kr i ett Bear scenario.

#### Ett Bull scenario baseras bl.a. på etablering av fler anläggningar.

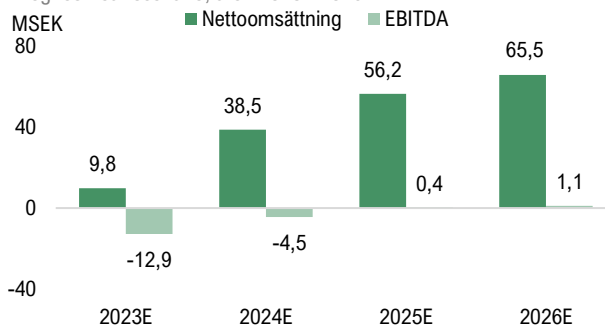
Prognos Bull scenario, åren 2023E-2026E



Analyst Groups prognos

#### I ett Bear scenario utvecklas verksamheten trögare.

Prognos Bear scenario, åren 2023E-2026E



Analyst Groups prognos

**Ni presenterade nyligen er halvårsrapport för H1-23, skulle du kunna ge en sammanfattning om EcoRubs utveckling under det gångna halvåret?**

Det är verkligen ett genombrott för EcoRub att redan efter Q2 passera 2022 årsomsättning, vilket känns bra. Vi har två affärsben, produkter och material, där produktsidan är det bra tryck inom just nu, i detta affärsområde ligger både Granngården och SDAB affärerna. Som vi kommunicerat så har vi nu även fått två stora samarbeten på material sidan så vårt nästa steg blir att även få bra tryck i det affärsbenet.

**Bruttomarginalen var stark under kvartalet och uppgick till 63 % under Q2-23. Skulle du kunna berätta mer om faktorerna som drivit förbättringen av bruttomarginalen?**

Vi har bra fart i vårt affärsben Produkter vilket bidrar till ökande marginaler och ser ett starkt momentum. Detta är väldigt viktigt då vi är beroende av att så snabbt som möjligt minska vår *burn rate* och skapa förutsättningar för materialsidan att blomma. Vi vet att vi är väldigt nära detta nu med tanke på vilka samarbeten vi har startat.

**Under H1-23 gjordes investeringar om ca 7 MSEK i materiella anläggningstillgångar. Kan du berätta mer i detalj om vad för slags investeringar som gjorts under perioden och hur de förväntas bidra till verksamheten framgent?**

Vi jobbar som vi tidigare kommunicerat med automatisering av gjutna produkter. Detta för att kunna ta nästa steg och öka både marginaler och produktionskapaciteten. Samtidigt arbetar vi med att kvalitetssäkra och förbättra produktionen på materialsidan. Allt för att kunna möta den förväntade tillväxten.

**Mellan Q1-23 och Q2-23 fortsatte de långfristiga skulderna öka, där ökningen uppgick till 5,8 MSEK, jämfört med en ökning om 6,1 MSEK mellan Q4-22 och Q1-23. Skulle du kunna berätta mer om lånevillkoren och hur det förväntas att påverka den finansiella ställningen framgent? Samt hur du ser kring EcoRubs fortsatta finansiering?**

Detta finns kommunicerat sedan tidigare gällande vilka villkor vi har och de har inte förändrats. Det vill säga störste ägaren (Svante Larsson) har lovat att finansiera EcoRubs verksamhet under hela 2023. Räntan har satts till 5,65 % per år och ändras om reporäntan ändras.

**Vad skulle du vilja lyfta fram som särskilt intressant för en investerare att bevaka gällande EcoRub under andra halvan av 2023?**

De två nya samarbetena som vi har meddelat efter kvartalets utgång, LOI:s med Safic-Alcan och samarbetet med KraussMaffei. Detta är två stycken 10 miljarders bolag som vi har inlett samarbete kring. Detta tycker jag indikerar att vi har unika material som dessa stora bolag vill kunna komma åt och sälja på en världsmarknad, vilket förväntas ge ringar på vattnet. Detta är också bara en början på samarbeten, det finns många fler bolag runt om i världen som är intresserade av våra material.

Den 31 augusti 2023

**Isac Andersson, f. 1977. Tillträdde som VD våren 2021**

Isac Andersson är utbildad civilekonom med Entreprenörskapsinriktning från Umeå Universitet och har mångårig erfarenhet av att driva företag. Isac har tidigare VD-erfarenhet och har suttit i styrelser och ledningsgrupper. Han har även jobbat med försäljning de senaste 25 åren i olika befattningar. Isac har stor erfarenhet av att bygga upp bolag från låg till hög omsättning, som till exempel Bolaget Enycon AB, som gick från idé till att 5 år senare säljas för 90 miljoner.

**Aktieinnehav:** 1 000 000 aktier

**Mattias Karlsson, f. 1988. Materialutvecklingschef, tillträdde 2020**

Mattias Karlsson är doktor i fiber- och polymervetenskap från KTH i Stockholm. Mattias har även en bakgrund inom teknisk fysik med materialutveckling från Uppsala universitet och erfarenhet av materialutveckling av polymera material inom kabelindustrin från ABB Corporate Research i Västerås samt från doktorsutbildningen.

**Aktieinnehav:** 200 000 aktier

**Eric Westerberg, f. 1980. Produktionschef & Vice VD, tillträdde 2022**

Eric Westerberg är utbildad Maskiningenjör från Umeå Universitet. Eric har mångårig erfarenhet att driva företag inom tillverkningsindustrin samt projektledning inom produkt och processutveckling. Under åren har Eric's arbete inom utveckling bland annat uppmärksammats genom att Eric fick motta stipendiet från Anders Walls stiftelse inom lantbruksutveckling 2014 samt genom det omskrivna hobbyprojektet ubåten, som sjösattes 2007.

**Aktieinnehav:** 525 563 aktier

**Alexandra Berglund, f. 1987. Kvalitet, Miljö och Produktionsstöd, tillträdde 2023**

Alexandra Berglund är utbildad Maskiningenjör från Umeå Universitet. Alexandra har mångårig erfarenhet från tillverkningsindustri, process- och produktutveckling på små och stora företag med roller inom projektledning, kvalitet, produktionsteknik och inköp.

**Aktieinnehav:** 0 aktier





#### Anders Färnlöf, f. 1966. Styrelseordförande, invald 2020.

Anders Färnlöf är utbildad civilingenjör i materialteknik vid KTH i Stockholm. Han har varit i ledande internationella befattningar inom Tieto, Sony Ericsson och Ericsson under stor del av sin yrkeskarriär. Hans arbete de senaste 10 åren har varit helt inriktade på att skapa och utveckla nya affärer med nya kunder och gå in i nya marknader. Anders Färnlöf är idag affärsutvecklare på Svensk Däckåtervinning med uppdraget att växa den svenska marknaden för materialåtervunnen gummi.

**Aktieinnehav:** 942 957 aktier



#### Kajsa Hedberg, f. 1968. Styrelseledamot, invald 2021.

Kajsa Hedberg är utbildad civilingenjör i teknisk fysik och technologie licentiat i systemanalys vid Uppsala Universitet, hon har även en MBA från Wharton, University Pennsylvania. Kajsa har gedigen erfarenhet av verksamhetsutveckling och företagsledning från roller som VD, managementkonsult och ett flertal styrelseuppdrag. De senaste 15 åren har hon arbetet i energi- och återvinningsbranschen men även med innovation, startups och kommersialisering av forskning. Kajsa är idag VD för C4 Energi AB och styrelseledamot i Norrlandsfonden. Hon är även certifierad och diplomerad styrelseledamot och styrelseordförande via Styrelseakademien.

**Aktieinnehav:** 25 125 aktier



#### Pär Dunder, f. 1963, invald 2019.

Pär Dunder är utbildad vid officershögskolan och har en underliggande ingenjörsexamen. Han är dessutom certifierad och diplomerad styrelseledamot och styrelseordförande via Styrelseakademien. Hans yrkeskarriär har innehållit olika former av ledningsbefattningar inom IT och miljöteknikbranschen. Pär har mångårig styrelseerfarenhet från såväl noterade som onoterade bolag, han är idag VD vid W3 Energy.

**Aktieinnehav:** 36 000 aktier



#### Petra Kreij, f. 1968, invald 2020. Öberoende ledamot.

Petra Kreij är utbildad civilingenjör inom industriell ekonomi med inriktning mot kemi. Petra har en tung industriell bakgrund då hon varit verksam inom svensk och internationell industri under 25 år. Hon har haft olika roller inom produktionsprocess, utveckling, teknisk marknadsservice samt inom inköp. Petra har dessutom varit försäljningschef under 10 år inom pigment till pappers- och plastindustrin. Sedan fem år tillbaka jobbar Petra på skogsbolaget Holmen där hon är produktchef för Iggesund Paperboards kartongprodukter, vilka säljs på en internationell marknad. Petra har styrelseerfarenhet från både startupföretag och innovationsbolag.

**Aktieinnehav:** 20 000 aktier

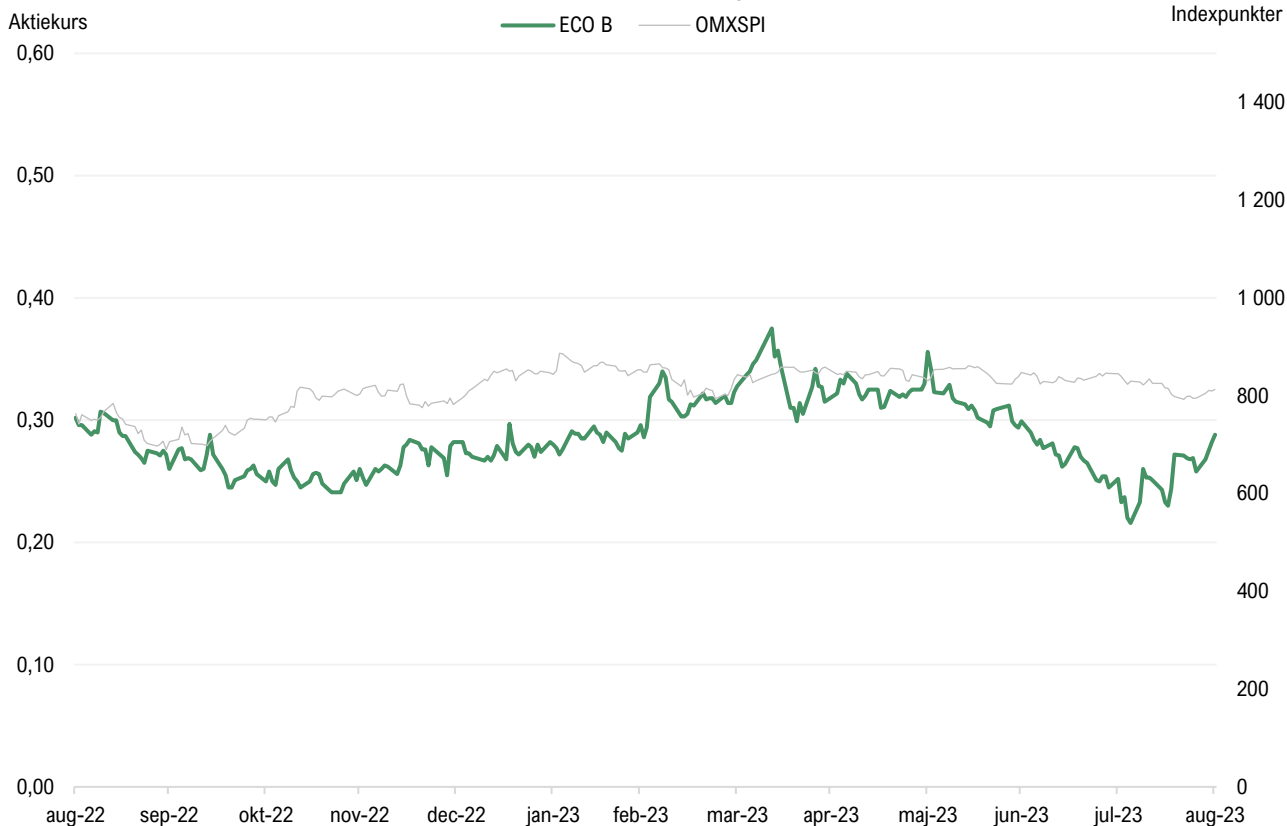


#### Sven-Eric Svensson, f. 1952, invald 2019.

Verksam i plastbranschen sedan tidigt 70-tal. Arbetat inom råvaruindustrin i 15 år med bearbetningsteknik. Senaste åren som tekniskt ansvarig för formsprutningsmarknaden. Ansvarig för uppbyggnad av ett stort formsprutningsföretag och därefter produktionschef i Bolaget. Drivit eget plastföretag sedan 1992. Närmare 35 års erfarenhet av maskin och verktygsupphandling. Arbetar idag framför allt med verktygsupphandling och produktutveckling. Mer än 40 års erfarenhet av olika styrelseuppdrag varav närmare 20 år i olika bankstyrelser. Sitter idag förutom i EcoRub AB styrelse i styrelsen för affärsutvecklingsföretaget Norrskenet AB.

**Aktieinnehav:** 0 aktier

## Aktiekursens utveckling 1 år



Base scenario (MSEK)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	2,9	2,5	2,5	4,3	11,3	46,4	74,8	98,2
Övriga rörelseintäkter	0,7	1,9	1,7	3,4	1,7	0,0	0,0	0,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>3,5</b>	<b>4,5</b>	<b>4,2</b>	<b>7,7</b>	<b>13,0</b>	<b>46,4</b>	<b>74,8</b>	<b>98,2</b>
Råvaror och förnödenheter	-0,6	-1,1	-1,3	-2,9	-6,2	-25,5	-39,3	-49,1
<b>Bruttoresultat (adj.)<sup>1</sup></b>	<b>2,3</b>	<b>1,5</b>	<b>1,2</b>	<b>1,4</b>	<b>5,1</b>	<b>20,9</b>	<b>35,5</b>	<b>49,1</b>
Bruttomarginal (adj.) <sup>1</sup>	79,0%	57,6%	46,2%	32,6%	45,0%	45,0%	47,5%	50,0%
Övriga externa kostnader	-3,0	-3,3	-4,4	-6,3	-6,8	-8,7	-10,4	-12,6
Personalkostnader	-5,9	-5,7	-6,2	-7,5	-10,2	-12,1	-14,5	-17,5
<b>EBITDA (adj.)<sup>1</sup></b>	<b>-6,6</b>	<b>-7,5</b>	<b>-9,5</b>	<b>-12,4</b>	<b>-11,9</b>	<b>0,0</b>	<b>10,6</b>	<b>19,1</b>
EBITDA-marginal (adj.) <sup>1</sup>	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	14,1%	19,4%
Av- och nedskrivningar	-1,1	-1,1	-0,9	-1,5	-2,8	-2,6	-3,5	-4,8
<b>EBIT (adj.)<sup>1</sup></b>	<b>-7,7</b>	<b>-8,7</b>	<b>-10,3</b>	<b>-13,9</b>	<b>-14,7</b>	<b>-2,6</b>	<b>7,1</b>	<b>14,3</b>
EBIT-marginal (adj.) <sup>1</sup>	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	9,4%	14,5%
Finansiella intäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansiella kostnader	-0,5	-0,4	-1,2	-0,5	-0,2	-0,6	0,0	0,0
<b>EBT (adj.)<sup>1</sup></b>	<b>-8,2</b>	<b>-9,0</b>	<b>-11,6</b>	<b>-14,4</b>	<b>-14,9</b>	<b>-3,2</b>	<b>7,1</b>	<b>14,3</b>
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Periodens resultat (adj.)<sup>1</sup></b>	<b>-8,2</b>	<b>-9,0</b>	<b>-11,6</b>	<b>-14,4</b>	<b>-14,9</b>	<b>-3,2</b>	<b>7,1</b>	<b>14,3</b>
Nettomarginal (adj.) <sup>1</sup>	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	9,4%	14,5%
<b>Nyckeltal</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
P/S	29,8x	33,7x	34,1x	19,8x	7,5x	1,8x	1,1x	0,9x
EV/S	39,0x	44,1x	44,6x	25,8x	9,8x	2,4x	1,5x	1,1x
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	10,6x	5,8x

<sup>1</sup>Exkl. aktiverat arbete och övriga intäkter.

# Appendix



Bull scenario (MSEK)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	2,9	2,5	2,5	4,3	13,0	55,2	97,4	142,5
Övriga rörelseintäkter	0,7	1,9	1,7	3,4	1,7	0,0	0,0	0,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>3,5</b>	<b>4,5</b>	<b>4,2</b>	<b>7,7</b>	<b>14,7</b>	<b>55,2</b>	<b>97,4</b>	<b>142,5</b>
Råvaror och förnödenheter	-0,6	-1,1	-1,3	-2,9	-6,8	-29,0	-48,7	-67,7
<b>Bruttoresultat (adj.)<sup>1</sup></b>	<b>2,3</b>	<b>1,5</b>	<b>1,2</b>	<b>1,4</b>	<b>6,2</b>	<b>26,2</b>	<b>48,7</b>	<b>74,8</b>
Bruttomarginal (adj.) <sup>1</sup>	79,0%	57,6%	46,2%	32,6%	47,5%	47,5%	50,0%	52,5%
Övriga externa kostnader	-3,0	-3,3	-4,4	-6,3	-6,8	-9,2	-11,0	-13,2
Personalkostnader	-5,9	-5,7	-6,2	-7,5	-10,2	-12,7	-15,2	-18,3
<b>EBITDA (adj.)<sup>1</sup></b>	<b>-6,6</b>	<b>-7,5</b>	<b>-9,5</b>	<b>-12,4</b>	<b>-10,8</b>	<b>4,3</b>	<b>22,5</b>	<b>43,3</b>
EBITDA-marginal (adj.) <sup>1</sup>	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	7,8%	23,1%	30,4%
Av- och nedskrivningar	-1,1	-1,1	-0,9	-1,5	-2,8	-2,6	-3,7	-5,1
<b>EBIT (adj.)<sup>1</sup></b>	<b>-7,7</b>	<b>-8,7</b>	<b>-10,3</b>	<b>-13,9</b>	<b>-13,7</b>	<b>1,7</b>	<b>18,8</b>	<b>38,2</b>
EBIT-marginal (adj.) <sup>1</sup>	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	3,1%	19,3%	26,8%
Finansiella intäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansiella kostnader	-0,5	-0,4	-1,2	-0,5	-0,2	-0,6	0,0	0,0
<b>EBT (adj.)<sup>1</sup></b>	<b>-8,2</b>	<b>-9,0</b>	<b>-11,6</b>	<b>-14,4</b>	<b>-13,9</b>	<b>1,1</b>	<b>18,8</b>	<b>38,2</b>
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Periodens resultat (adj.)<sup>1</sup></b>	<b>-8,2</b>	<b>-9,0</b>	<b>-11,6</b>	<b>-14,4</b>	<b>-13,8</b>	<b>1,1</b>	<b>18,8</b>	<b>38,2</b>
Nettomarginal (adj.) <sup>1</sup>	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	2,0%	19,3%	26,8%
<b>Nyckeltal</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
P/S	29,8x	33,7x	34,1x	18,2x	6,6x	1,5x	0,9x	0,6x
EV/S	39,0x	44,1x	44,6x	23,8x	8,6x	2,0x	1,1x	0,8x
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	25,9x	5,0x	2,6x

<sup>1</sup>Exkl. aktiverat arbete och övriga intäkter.

Bear scenario (MSEK)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	2,9	2,5	2,5	4,3	9,8	38,5	56,2	65,5
Övriga rörelseintäkter	0,7	1,9	1,7	3,4	1,7	0,0	0,0	0,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>3,5</b>	<b>4,5</b>	<b>4,2</b>	<b>7,7</b>	<b>11,5</b>	<b>38,5</b>	<b>56,2</b>	<b>65,5</b>
Råvaror och förnödenheter	-0,6	-1,1	-1,3	-2,9	-5,6	-22,1	-30,9	-34,4
<b>Bruttoresultat (adj.)<sup>1</sup></b>	<b>2,3</b>	<b>1,5</b>	<b>1,2</b>	<b>1,4</b>	<b>4,1</b>	<b>16,3</b>	<b>25,3</b>	<b>31,1</b>
Bruttomarginal (adj.) <sup>1</sup>	79,0%	57,6%	46,2%	32,6%	42,5%	42,5%	45,0%	47,5%
Övriga externa kostnader	-3,0	-3,3	-4,4	-6,3	-6,8	-8,7	-10,4	-12,6
Personalkostnader	-5,9	-5,7	-6,2	-7,5	-10,2	-12,1	-14,5	-17,5
<b>EBITDA (adj.)<sup>1</sup></b>	<b>-6,6</b>	<b>-7,5</b>	<b>-9,5</b>	<b>-12,4</b>	<b>-12,9</b>	<b>-4,5</b>	<b>0,4</b>	<b>1,1</b>
EBITDA-marginal (adj.) <sup>1</sup>	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	0,7%	1,6%
Av- och nedskrivningar	-1,1	-1,1	-0,9	-1,5	-2,8	-2,6	-3,5	-4,8
<b>EBIT (adj.)<sup>1</sup></b>	<b>-7,7</b>	<b>-8,7</b>	<b>-10,3</b>	<b>-13,9</b>	<b>-15,7</b>	<b>-7,1</b>	<b>-3,1</b>	<b>-3,8</b>
EBIT-marginal (adj.) <sup>1</sup>	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Finansiella intäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansiella kostnader	-0,5	-0,4	-1,2	-0,5	-0,2	-0,6	0,0	0,0
<b>EBT (adj.)<sup>1</sup></b>	<b>-8,2</b>	<b>-9,0</b>	<b>-11,6</b>	<b>-14,4</b>	<b>-15,9</b>	<b>-7,7</b>	<b>-3,1</b>	<b>-3,8</b>
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Periodens resultat (adj.)<sup>1</sup></b>	<b>-8,2</b>	<b>-9,0</b>	<b>-11,6</b>	<b>-14,4</b>	<b>-15,9</b>	<b>-7,7</b>	<b>-3,1</b>	<b>-3,8</b>
Nettomarginal (adj.) <sup>1</sup>	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
<b>Nyckeltal</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
P/S	29,8x	33,7x	34,1x	21,6x	8,7x	2,2x	1,5x	1,3x
EV/S	39,0x	44,1x	44,6x	28,3x	11,4x	2,9x	2,0x	1,7x
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	303,5x	105,8x

<sup>1</sup>Exkl. aktiverat arbete och övriga intäkter.

# Disclaimer

---

## Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument eller annan information härrörande AG Equity Research AB (vidare AG) är framställt i informations syfte, 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 fransäger 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 **EcoRub AB** (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 2014-2023). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.