

## Stärkt kassa stärker tillväxtutsikterna

EcoRub levererar unika material där affärsidén är att förädla återvunnen plast eller gummi för att på så sätt skapa ett cirkulärt kretslopp, istället för ett slutet kretslopp, genom förbränning och förädling. Baserat på befintliga ordrar samt att fler potentiella större avtal framgent prognostiseras, estimeras en successivt stigande nettoomsättning till 98 MSEK år 2026. Givet gjorda prognoser, en antagen P/S-målmultipl om 2,5x, och en diskonteringsränta om 13,5 % härleds ett potentiellt nuvärde per aktie idag om 0,44 kr (0,52) i ett Base scenario, motsvarande ett bolagsvärde (*Market Cap*) om 154 MSEK (154).

### Uppvisat hög tillväxt under år 2023

Under det tredje kvartalet uppgick nettoomsättningen till 2,9 MSEK (0,9), vilket motsvarar en tillväxt om 205 % Y-Y och en marginell minskning Q-Q (-4 %). Sett till de nio första månaderna 2023 (Q1-Q3) har omsättningen växt med 211 % och uppgår till 8,4 MSEK (2,7), förklarar av de nya avtalen med Svensk Däckåtervinning (SDAB) och Granngården. Sett till kostnadssidan har Bolagets totala rörelsekostnad minskat sekventiellt med 0,5 MSEK i absoluta tal och uppgick till 4,9 MSEK under Q2-23. EBITDA-resultatet (exkl. aktiverat arbete och övriga intäkter) uppgick därmed till -2,0 MSEK (-1,9).

### Stor uppsida i affärsområdet 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 kan innebära ett ordervärde överstigande 100 MSEK. 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.

### Stärkt kassan efter kvartalets utgång

Efter kvartalets utgång har EcoRub genomfört en företrädesemission, som blev fulltecknad och tillförs 7,3 MSEK efter emissionskostnader och efter kvittning av ett lån om 2,9 MSEK. EcoRub har därmed förbättrat kapitalstrukturen efter utgång av Q3-23 och säkrar nödvändigt kapital för att stärka försäljningen och utöka produktionskapaciteten.

### Uppdaterat värderingsintervall per aktie

Det tredje kvartalet var i linje med våra förväntningar, samtidigt som vi betonar utmaningen med att hantera rörelsekostnaderna för en hållbar kapitalförbrukning framgent. Efter kvartalets utgång genomförde EcoRub en företrädesemission som medförde nödvändigt rörelsekapital för att exekvera på Bolagets tillväxtpotentialer. I samband med denna analysuppdatering upprepar vi vårt tidigare värderingsintervall i termer av bolagsvärde. Med hänsyn till den genomförda emissionen och därav tillkommande antal aktier, uppdateras dock vårt härledda värde per aktie i samtliga scenarion.

### VÄRDERINGSINTERVALL

**Bear**  
0,14 kr

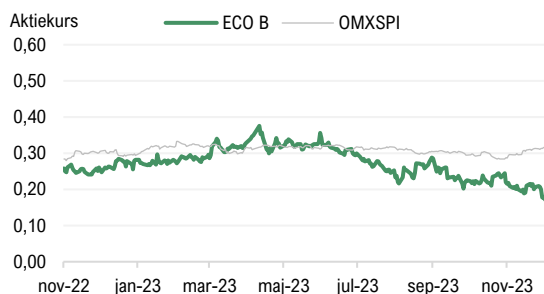
**Base**  
0,44 kr

**Bull**  
0,88 kr

### NYCKELDATA

Senast betalt (2023-12-06)	0,164
Antal Aktier (st.)	345 741 161
Market Cap (MSEK)	59,8
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	18,8
Enterprise Value (MSEK)	78,7
Lista	Spotlight Stock Market
Kvartalsrapport 3 2023	2024-01-25

### KURSUUTVECKLING



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

Svante Larsson	19,5 %
Avanza Pension	5,9 %
Nils Hellgren	4,7 %
4-Chair AB	2,0 %
Agne Johansson	1,5 %

Prognoser (MSEK)	2023E	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	11,3	39,9	74,8	98,2
Bruttokostnader	-5,4	-20,9	-37,4	-46,7
<b>Bruttoresultat (adj.)</b>	<b>5,9</b>	<b>18,9</b>	<b>37,4</b>	<b>51,6</b>
Bruttomarginal (adj.)	52,0%	47,5%	50,0%	52,5%
Rörelsekostnader	-16,4	-20,7	-24,9	-30,0
<b>EBITDA (adj.)</b>	<b>-10,5</b>	<b>-1,8</b>	<b>12,4</b>	<b>21,5</b>
EBITDA-marginal (adj.)	neg.	neg.	16,6%	21,9%
P/S	5,3x	1,5x	0,8x	0,6x
EV/S	6,9x	2,0x	1,1x	0,8x
EV/EBITDA	neg.	neg.	6,3x	3,7x

adj. = justerat för aktiverat arbete och övriga rörelseintäkter

## Innehållsförteckning

Kommentar Q3-23	3-4
Investeringsidé	5
Bolagsbeskrivning	6
Marknadsanalys	7-8
Finansiell prognos	9-12
Värdering	13
Bull & Bear scenario	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 Anders Färnlöf

Styrelseordförande Pär Dunder

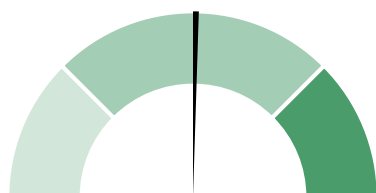
### ANALYTIKER

Namn Patrik Brimedahl och David Rimbe

Telefon +46 703 36 33 84

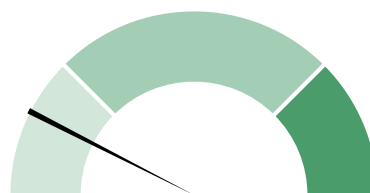
E-mail david.rimbe@analystgroup.se

## Värde drivare



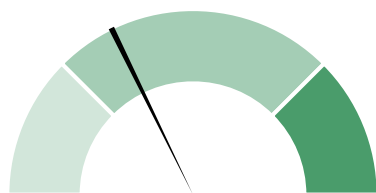
EcoRub har en redan etablerad anläggning på plats med kapacitet att producera ett (1) ton per timme, vilket gör den till Europas största produktionsanläggning för TPRR-material. Med den etablerade anläggningen i Lövånger på plats är fokus riktat mot säljaktiviteter, marknadsföring och kvalitetssäkring 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



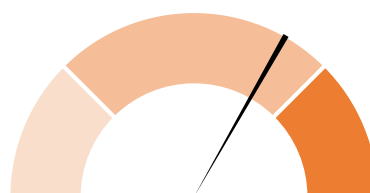
EcoRub har under de senaste åren arbetat intensivt med att utveckla och färdigställa sin första anläggning som är uppförd i Lövånger i Västerbotten, Sverige. Den nuvarande försäljningen är blygsam, varför rådande rörelsekostnader ger upphov till ett negativt resultat. Det operativa kassaflödet har dock 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



I november månad tog tidigare styrelseordförande över rollen som tf. VD för EcoRub. Anders har över 10 år av att skapa och utveckla nya affärer med nya kunder och gå in i nya marknader från ledande roller såsom Tieto och Ericsson. 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 viktig att ta i beaktande, då EcoRub historiskt finansierat verksamheten via externa kapitalanskaffningar.

### Dubblar nettoomsättningen Y-Y – fortsätter uppvisa hög tillväxt

**205 % Y-Y  
NETTO  
OMSÄTTNING  
Q3-23**

Under det tredje kvartalet uppgick EcoRubs nettoomsättning till 2,9 MSEK (0,9), motsvarade en ökning om ca 205 % mot jämförbart kvartal år 2022. Föregående kvartal (Q2-23) var den högsta uppmätta nettoomsättningen för ett enskilt kvartal i Bolagets historia, vilken då uppgick till 3,0 MSEK, och i jämförelse med föregående kvartal minskade nettoomsättningen marginellt (cirka 4 %), vilket innebär att det tredje kvartalet blir den näst högsta uppmätta nettoomsättningen för ett enskilt kvartal till dagens dato.

Intäktsökningen under år 2023 härleds i synnerhet till de nya avtalen med Svensk Däckåtervinning (SAB) och Granngården. Sett till de första nio månaderna under år 2023 (Q1-Q3) uppgick nettoomsättningen till 8,4 MSEK (2,7), motsvarande en tillväxt om 211 % och kan sättas i relation till helåret 2022 om 4,3 MSEK. Därmed ser Analyst Group att EcoRub har levererat på tillväxtpotentialerna i den starka underliggande marknadsstillväxten och uppvisar ett starkt affärsmomentum, vilket har lett till en fördubblad omsättning jämfört med föregående år. När vi blickar framåt ser Analyst Group goda möjligheter för EcoRub att fortsätta leverera hög tillväxt, vilket förväntas ske dels genom befintliga avtal, t.ex. med SDAB (55 MSEK över 10 år) och Granngården (2 MSEK), dels genom befintliga samarbeten, t.ex. med den globala materialdistributören Satic-Alcan och den globala 3D-print tillverkaren Krauss-Maffei. Därutöver har EcoRub utvecklat en bred materialportfölj, vilken utgör en bra grund för att teckna nya avtal och betydande samarbeten, där även efterfrågan på hållbara termoplastiska material fortsätter att vara hög.

### EBITDA och förändring av rörelsekostnader

**-2,0 MSEK  
JUSTERAT  
EBITDA  
Q3-23**

Rörelseresultatet före avskrivningar (EBITDA) exklusive aktiverat arbete och övriga intäkter för Q3-23 uppgick till ca -2,0 MSEK (-1,9), vilket är i linje med motsvarande kvartal föregående år. I jämförelse mot föregående kvartal (Q2-23) har EBITDA (adj.) förbättrats med 16 %, eller 0,4 MSEK i absoluta tal. Sett till totala rörelsekostnader exklusive avskrivningar uppgick dessa till 4,9 MSEK (2,9), vilket motsvarar en ökning om 70 % jämfört med Q3-22, förklarar av att EcoRub befinner sig en mer expansiv fas och kan sättas i relation till förändringen i nettoomsättning, vilken har som nämnt ökat med 205 % Y-Y. Därmed växer intäkter mer än kostnaderna Y-Y. Sekventiellt minskar de totala rörelsekostnaderna exklusive avskrivningar med 10 % och 0,5 MSEK i absolut tal jämfört med Q2-23. Sett till rörelseresultatet på EBIT-nivå (inklusive aktiverat arbete och övriga rörelseintäkter), vilken uppgick till -1,4 MSEK (-1,2), motsvarar en försämring om 0,2 MSEK Y-Y, dock en förbättring om 1,9 MSEK Q-Q.

### Finansiell ställning – stärker kassan efter kvartalets utgång

Vid utgången av Q3-23 uppgick EcoRubs kassa till cirka 0,3 MSEK, vilket kan jämföras med cirka 2,7 MSEK vid utgången av Q2-23, motsvarande en minskning om 2,4 MSEK. Efter kvartalets utgång har dock EcoRub genomfört en företrädesemission, vilken blev tecknad till 100 %. Totalt tecknades 27 820 062 units till stöd av uniträtter, motsvarande 6,1 MSEK, samt tecknades 21 571 532 units utan stöd av uniträtter, motsvarande 4,7 MSEK, varav betalning för units erlades genom kvittning av fordran till Bolagets största aktieägare Svante Larsson, motsvarande 2,9 MSEK. Sammantaget innebär det att EcoRub minskar sina skulder med 2,9 MSEK och tillförs 7,9 MSEK, vilket efter emissionskostnader innebär en nettolikvid om 7,3 MSEK. Därmed har antalet aktier ökat från cirka 296 miljoner till cirka 346 miljoner efter kvartalets utgång och innebär en utspädningseffekt om cirka 14 % för de aktieägare som inte valde att teckna aktier företrädesemission.

Analyst Group ser positivt på att EcoRub framgångsrikt har genomfört en företrädesemission, trots ett utmanande marknadsklimat, vilket innebär att EcoRub stärker nödvändigt rörelsekapital för att exekvera på de tillväxtpotentialerna Bolaget besitter. Kapitaltillskottet avses att användas för att stärka upp organisationen inom försäljning på både existerande och nya marknader, utöka produktionskapaciteten för en effektiv och kvalitativ utveckling och tillverkning av återvunna material tillsammans med ledande marknadsaktörer, samt förstärka IR-avdelningen. Givet en historisk kapitalförbrukning om -1 MSEK per månad, senast rapporterade rörelsekapital om 5,2 MSEK, vilket inkluderar kassan om 0,3 MSEK, samt erhållen nettolikvid om 7,3 MSEK estimeras EcoRubs rörelsekapital vid november månads utgång uppgå till cirka 11,5 MSEK.

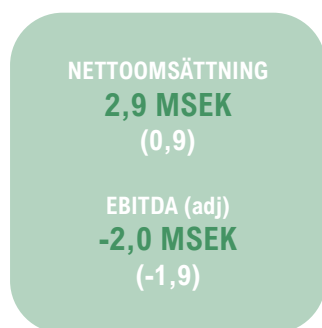
**11,5 MSEK  
RÖRELSE  
KAPITAL  
UTGÅNGEN AV  
NOV-23**

### Hög marknadsaktivitet bäddar för fortsatt stark tillväxt

Under det tredje kvartalet meddelade EcoRub att Svensk Däckåtervinning ska bygga en ny anläggning i Änåset. Den nya anläggningen för däckåtervinning i Änåset, Västerbotten, som ska drivas av EcoRub kommer att uppta en yta på cirka 1,2 hektar och innehålla alla faciliteter som behövs för att driva en återvinningsanläggning av däckgummi. Anläggningen beräknas stå klar och tas i drift under Q2-24. I och med detta kommer EcoRub att flytta Bolagets verksamhet gällande däckklippning från Hökmark till den nya anläggningen i Änåset. Övrig verksamhet, produktion av återvunna material, kommer att vara kvar i Hökmark vilket innebär att EcoRub därmed kommer att ha två produktionsanläggningar. Som tidigare meddelats i ett pressmeddelande den 31 maj innebär även affären för EcoRub ett värde överstigande 55 MSEK fördelat över 10 år för att driva däckåtervinningsanläggningen. Under kvartalet har även EcoRub tecknat ett LOI med Safic Alcan, en global materialdistributör med över 500 kunder i de nordiska länderna, avseende försäljning och distribution av Eco TPESuper® material för de nordiska länderna. Samt, tecknat och påbörjat ett Krauss-Maffei, vilka är en världsledare inom tillverkning av storskalig industriella 3D-printers. Analyst Group anser att EcoRub har ett starkt momentum och påvisat en hög marknadsaktivitet genom de flertalet strategiska samarbeten som tecknats och de operativa kliv som EcoRub har tagit, vilket utgör en god grund för att nå ut på befintliga och nya marknader.

**Sammanfattningsvis** ser Analyst Group att EcoRub hittills har levererat ett starkt år 2023 avseende nettoomsättning, men där vi upprepar vikten av att Bolaget fortsätter leverera nya avtal, strategiska avtal och på den nuvarande orderstocken, samt kommer upp i större volymer för att affärsverksamheten ska bli lönsam på sikt. Analyst Group ser positivt på att EcoRub har framgångsrikt säkrat nödvändigt rörelsekapital för att exekvera på de tillväxtmöjligheter Bolagets besitter. EcoRub har sekventiellt minskat Bolagets rörelsekostnader, men utmaningen framgent blir att hantera rörelsekostnaderna för att upprätthålla en hållbar kapitalförbrukning i en tid där investerare prioriterar stabila kassaflöden framför hög tillväxt. Den höga efterfrågan på att accelerera den s.k. "gröna omställningen", där EcoRubs erbjudande ligger rätt i tiden, medför en stark underliggande drivare för fortsatt tillväxt och potentiell lönsamhet.

## En överblick av Q3-22



**205 %**  
Omsättningstillväxt Y-Y



**4,9 MSEK**  
Totala rörelsekostnader



**6,6 MSEK**  
Kassa<sup>1</sup>



<sup>1</sup> Beräkning vid utgången av november månad 2023, givet genomförd företrädesemission, likvida medel vid utgången av Q3-23 och historisk burn rate.

**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

Under år 2023 har EcoRub utökat det befintliga samarbetsavtalet med Svensk Däckåtervinning AB (SDAB) genom ett långsiktigt bearbetningsavtal, vilket har ett värde som överstiger 55 MSEK fördelat på 10 år, samt tecknat det initiala ramorderavtalet med WGS Wellness Group A/S och Granngården om 3 MSEK respektive 2 MSEK. EcoRub förväntas kunna vinna ytterligare order på kort sikt via affärsbenet för gjutna produkter, vilket estimeras bidra till mer närliggande kassaflöden, samtidigt som det finns en substantiell ekonomisk uppsida via affärsbenet för TPRR där avtal med stora aktörer kan generera intäkter som överstiger 100 MSEK över tid. 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 öka omsättningen till ca 98 MSEK år 2026. Baserat på en multipelvärdering, en diskonteringsränta om 13,5 % och en P/S-målmultipel om 2,5x på år 2026, erhålls ett potentiellt nuvärde per aktie om 0,44 kr (0,52) idag i ett Base scenario, vilket motsvarar ett bolagsvärde (*Market Cap*) om 154 MSEK (154).

## Trögrörlig 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 order 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.

### Intäktmodell

EcoRub har ett flertal olika intäktben 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 intäktmodell är diversifierad och står på flera olika ben, vilka kategoriseras inom två olika affärsområden: produkter och material.**

Illustrativ och förenklad bild av EcoRubs intäktmodell

## 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 ändrar. 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



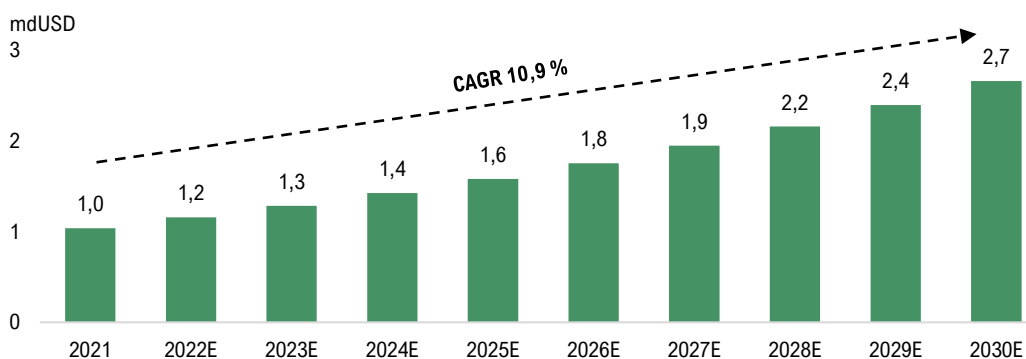
10,9 %  
CAGR  
MARKNADS  
TILLVÄXT

### 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 ökat 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)

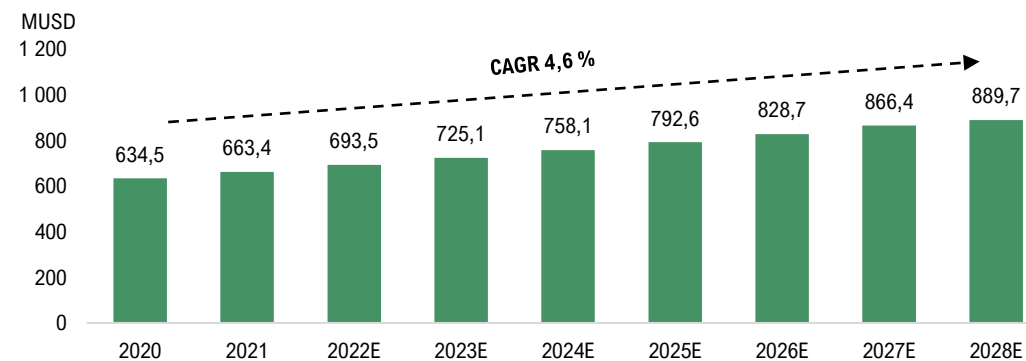
4,6 %  
CAGR  
MARKNADS  
TILLVÄXT

### 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

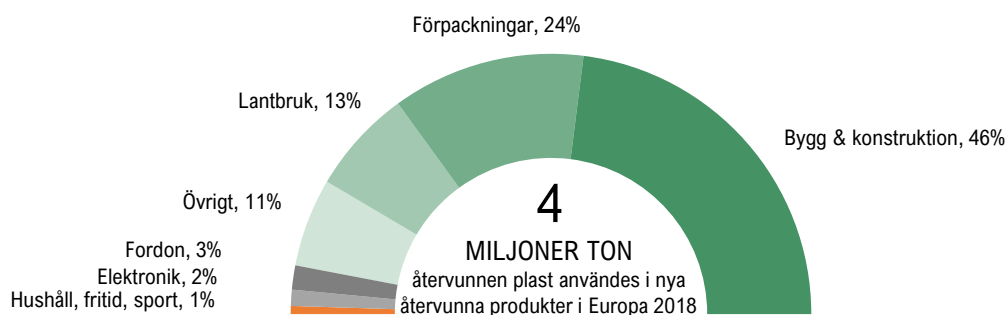
1. EU Rubber Recycling Sector Gaining "Unprecedented Traction" | European Rubber Journal (european-rubber-journal.com)

## 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.

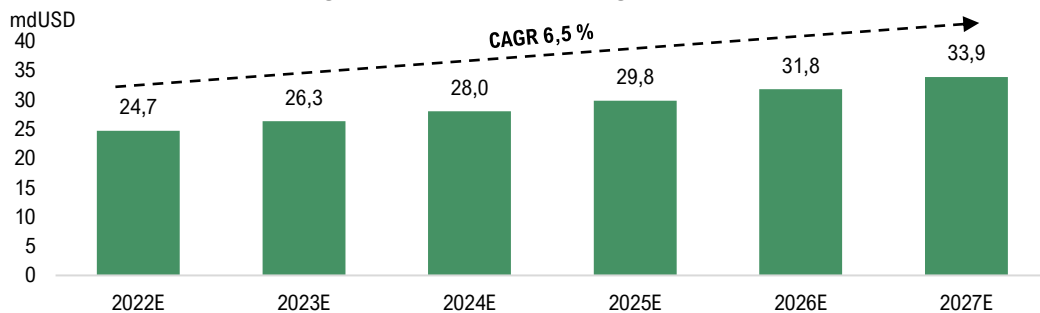
## Marknaden för termoplastiska elastomerer (TPE) förväntas vara värd ca 34 mdUSD 2027

TPE kombinerar fördelarna med gummi och plast, samt är elastiskt och flexibelt liksom 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 2024 och framgent. Bolaget har under året till exempel tecknat samarbetsavtal med Svensk Däckåtervinning AB till ett värde om drygt 55 MSEK över 10 år, inlett ett samarbete med Grangården, vilket medför försäljningsintäkter om 2 MSEK, 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.

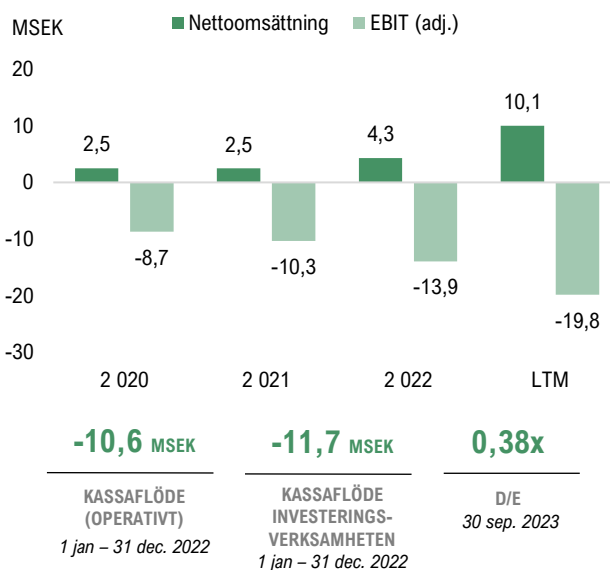
Resultatmässigt har EcoRub kunnat verka med en relativt låg operativ *burn rate*, med låga OPEX. Istället har det varit CAPEX-investeringar hänförliga till anläggningen i Löfvånger samt immateriella rättigheter som varit drivande, vilket kan ses i Bolagets balansomslutning och tillika kassaflödet från investeringsverksamheten som under helåret 2022 uppgick till -11,7 MSEK och för H1-23 till ca -7,1 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 2024 och framgent.**

Historiska räkenskaper och nyckeltal

Resultaträkning (MSEK)	2020	2021	2022	LTM
Nettoomsättning	2,5	2,5	4,3	10,1
Aktiverat arbete	1,9	1,4	0,8	1,4
Övriga rörelseintäkter	0,0	0,3	2,6	2,5
<b>Totala intäkter</b>	<b>4,5</b>	<b>4,2</b>	<b>7,7</b>	<b>14,0</b>
Råvaror och förnödenheter	-1,1	-1,3	-2,9	-5,8
<b>Bruttoresultat</b>	<b>3,4</b>	<b>2,8</b>	<b>4,8</b>	<b>8,3</b>
Bruttomarginal	76,0%	67,8%	62,4%	43,2%
Övriga externa kostnader	-3,3	-4,4	-6,3	-7,4
Personalkostnader	-5,7	-6,2	-7,5	-9,6
Avskrivningar	-1,1	-0,9	-1,5	-2,8
<b>EBIT</b>	<b>-6,7</b>	<b>-8,7</b>	<b>-10,5</b>	<b>-11,5</b>
EBIT-marginal	-150%	-208%	-136%	-82%
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>-11,8</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>-11,8</b>
Nettomarginal	-158%	-237%	-142%	-84%

Källa: EcoRub



adj. = justerat för aktiverat arbete och övriga rörelseintäkter

## Balansräkning och rörelsekapital

Vid utgången av Q3-23 hade EcoRub ett rörelsekapital om ca 5,2 MSEK, varav 0,3 MSEK utgjordes av likvida medel. Det ska dock tilläggas att ca 3,6 MSEK är kapital som är bundet till varulagret vilket medför att den finansiella ställningen är utsatt för försäljningsrisk på kort sikt. Efter utgången av det tredje kvartalet har EcoRub genomfört en företrädesemission, vilken innebar att Bolaget tillfördes 7,9 MSEK före emissionskostnader och efter kvittning av ett tidigare lån till Svante Larsson om 2,9 MSEK. Därmed tillfördes EcoRub en nettolikvid om 7,3 MSEK, vilket stärker Bolagets rörelsekapital och minskar Bolagets skuldsättning med 2,9 MSEK. Givet en historisk kapitalförbrukning om -1 MSEK per månad, senast rapporterade rörelsekapital om 5,2 MSEK, vilket inkluderar kassan om 0,3 MSEK, samt erhållen nettolikvid om 7,3 MSEK estimeras EcoRubs rörelsekapital vid november månads utgång uppgå till cirka 11,5 MSEK. Vidare, eftersom Bolaget inte ännu är lönsamt och har långfristiga skulder om ca 27 MSEK, givet kvitterad sluld, att jämföra med ca 28 MSEK vid utgången av Q2-23, 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.

**6,6 MSEK**  
LIKVIDA  
MEDEL  
VID UTGÅNGEN  
AV NOV-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.

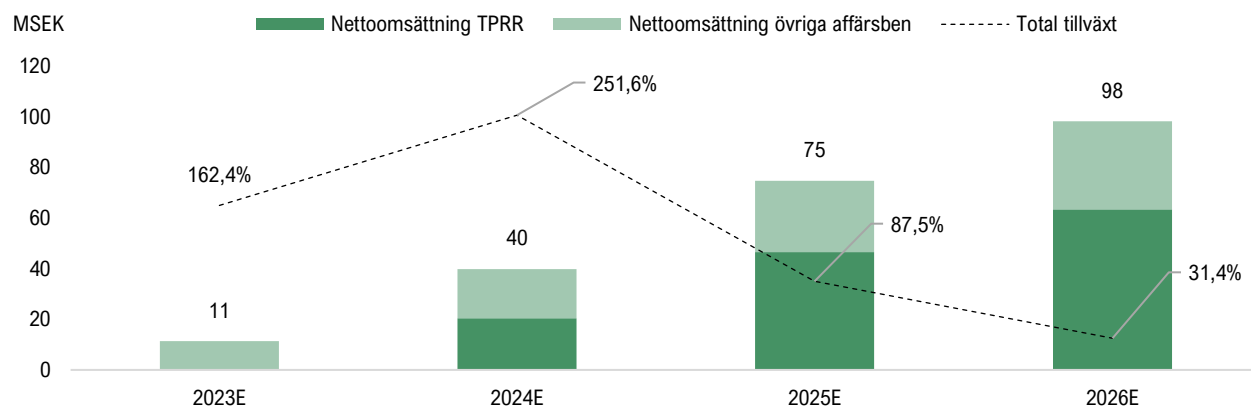
Dessa avtal kan ses som ett *Proof of Concept* i den bemärkelsen att EcoRub redan har lyckats att knyta till sig en kundbas. Inte minst avtalet med WGS Wellness Group är intressant då det öppnar upp för en ny marknad med substansiell potential, vilket vi menar sänder en stark signal till marknaden om 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 och samarbetspartners 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

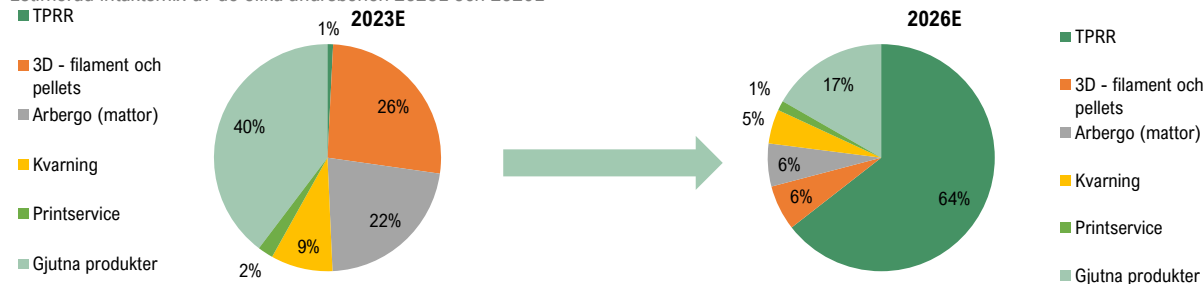


Analyst Groups prognos

Estimat TPRR	2023E	2024E	2025E	2026E
Försäljningsvolym (antal ton/år)	3	679	1 551	2 111
Försäljningspris (SEK/kg)	30	30	30	30
<b>Nettoomsättning TPRR (MSEK)</b>	<b>0</b>	<b>20,4</b>	<b>46,5</b>	<b>63,3</b>
Tillväxt (% YOY)		n.a.	76,5%	36,1%
Estimat övriga affärsben (MSEK)	2023E	2024E	2025E	2026E
3D - filament och pellets	3,0	4,0	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>19,5</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

**40-53%  
BRUTTO  
MARGINAL  
ANTAS I  
MODELLEN**

## Bruttokostnader

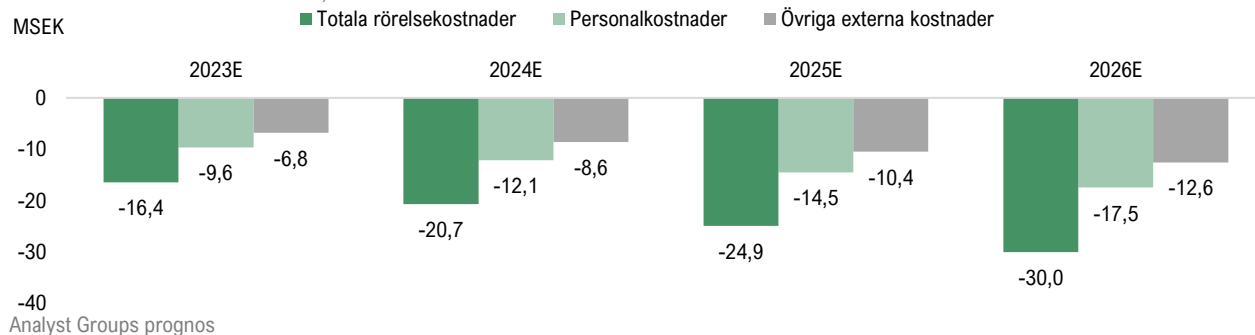
EcoRubs affärsmodell utgår från att inhämta förbrukat gummi samt plast och återvinna det genom att avlägsna kontaminerade kemikalier, vilket ger upphov till en form av tillverkningskostnad för Bolaget. Precis som med prissättningen beror bruttokostnaden för återvinning och tillverkning på många faktorer, 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 52,5 % 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 40-53 % 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.

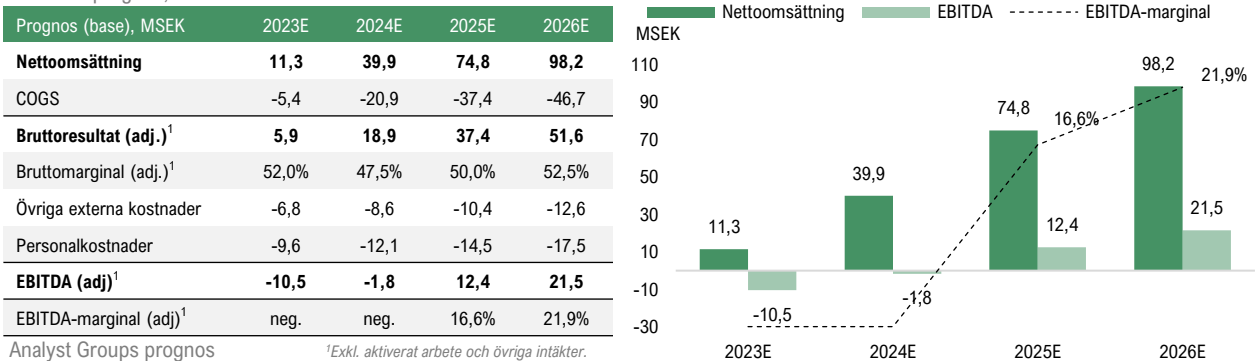
### EcoRubs personalkostnader estimeras stå för större delen av företagets kostnadsbas.

Rörelsekostnader åren 2023E-2026E, Base scenario.



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

Finansiell prognos, Base scenario



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 0,9x (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	72,4	27,6	100,0	0,3x	257,8	250,0	278,4	0,4x	0,3x	-3%
Ecoclimate	264,4	41,6	306,0	0,1x	143,9	241,2	309,7	1,0x	0,9x	68%
Kollect on Demand	17,0	-2,0	15,0	-0,1x	50,3	64,9	75,8	0,2x	0,2x	29%
Polyplank	26,2	11,2	37,4	0,3x	33,0	34,3	30,2	1,2x	0,9x	4%
NFO Drives	90,0	-12,3	77,7	-0,2x	35,7	42,5	47,6	1,6x	1,9x	19%
Recycotec	10,6	3,4	14,0	0,2x	13,4	15,0	14,3	1,0x	0,7x	12%
ECOMB	17,7	-0,2	17,4	0,0x	2,5	6,0	6,4	2,7x	2,8x	145%
Högsta	264,4	41,6	306,0	0,3x	257,8	250,0	309,7	2,7x	2,8x	145%
75e percentilen	81,2	19,4	88,9	0,3x	97,1	153,1	177,1	1,4x	1,4x	48%
<b>Medelvärde</b>	<b>71,2</b>	<b>9,9</b>	<b>81,1</b>	<b>0,1x</b>	<b>76,6</b>	<b>93,4</b>	<b>108,9</b>	<b>1,2x</b>	<b>1,1x</b>	<b>39%</b>
<b>Median</b>	<b>26,2</b>	<b>3,4</b>	<b>37,4</b>	<b>0,1x</b>	<b>35,7</b>	<b>42,5</b>	<b>47,6</b>	<b>1,0x</b>	<b>0,9x</b>	<b>19%</b>
25e percentilen	17,3	-1,1	16,2	-0,1x	23,2	24,6	22,3	0,7x	0,5x	8%
Lägsta	10,6	-12,3	14,0	-0,2x	2,5	6,0	6,4	0,2x	0,2x	-3%
<b>Ecorub</b>	<b>59,8</b>	<b>18,8</b>	<b>78,7</b>	<b>0,3x</b>	<b>2,5</b>	<b>4,3</b>	<b>10,1</b>	<b>7,8x</b>	<b>5,9x</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 Q3-23 på årsbasis (Y-Y), medan EcoRub uppvisat en tillväxt om 205 % under Q3-23 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, vilket även kan motiveras av att värderingarna har stigit sedan senaste analysuppdateringen 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 Q3-23 hade räntebärande skulder om ca 29 MSEK, vilket motsvarar en Nettoskuld/Market Cap-kvot om 0,27x. 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 0,44 kr, vilket motsvarar ett nuvärde om ca 154 MSEK i termer av Market Cap.

**0,44 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%	0,10	0,30	0,51	0,71	0,91
	11,5%	0,09	0,28	0,47	0,66	0,85
	13,5%	0,09	0,27	<b>0,44</b>	0,62	0,80
	15,5%	0,08	0,25	0,42	0,58	0,75
	17,5%	0,08	0,23	0,39	0,55	0,70

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 0,88 kr i ett Bull scenario, där framtida expansion med ytterligare anläggningar är den största drivaren i scenariot.

### Bear scenario

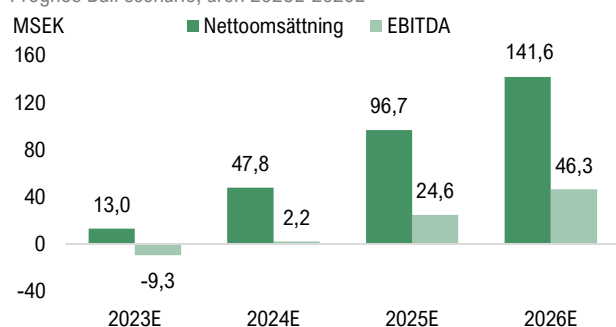
Följande är ett urval av potentiella scenarion i ett Bear scenario:

- 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 1,3x på 2026 års prognostiserade försäljning om ca 66 MSEK, motiveras ett nuvärde per aktie om 0,14 kr i ett Bear scenario.

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

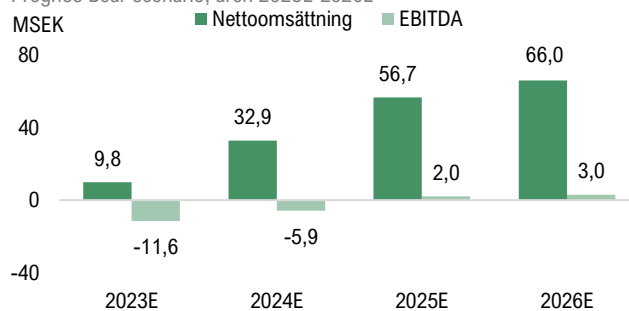
Prognos Bull scenario, åren 2023E-2026E



Analyst Groups prognos

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

Prognos Bear scenario, åren 2023E-2026E



Analyst Groups prognos

**Anders Färnlöf, f. 1966. Tillträdde som tf. VD 2023.**

Anders Färnlöf är utbildad civilingenjör i materialteknik vid KTH i Stockholm. Anders har varit i ledande internationella befattningar inom Tieto, SonyEricsson 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.

**Aktieinnehav:** 1 156 957 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



### Pär Dunder, f. 1963, Styrelseordförande, 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

### 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

### Anders Färnlöf, f. 1966. Styrelseledamot, invald 2021.



Anders Färnlöf är utbildad civilingenjör i materialteknik vid KTH i Stockholm. Anders har varit i ledande internationella befattningar inom Tieto, SonyEricsson 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.

**Aktieinnehav:** 1 156 957 aktier

### Petra Kreij, f. 1968, invald 2020. Oberoende 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

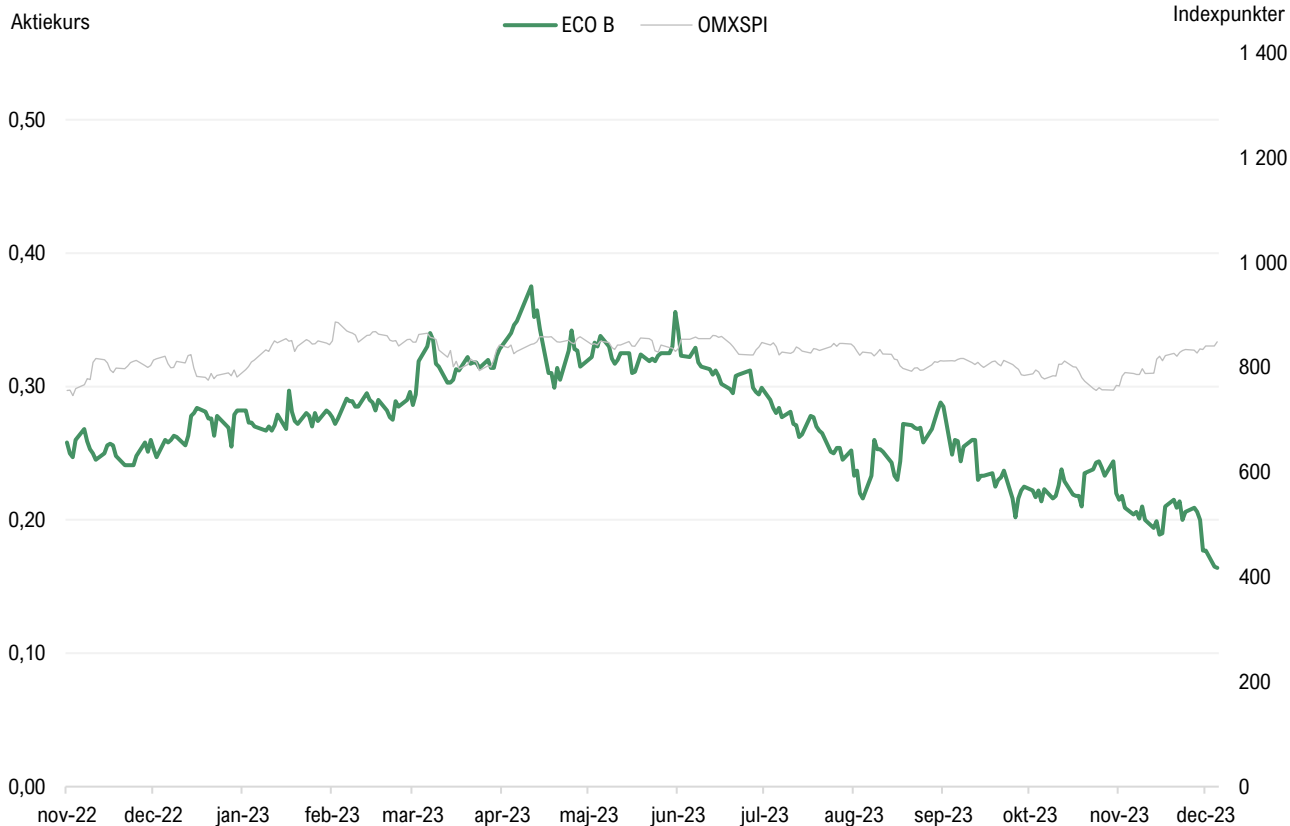
### Sven-Eric Svensson, f. 1952, invald 2019.



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	39,9	74,8	98,2
Övriga rörelseintäkter	0,7	1,9	1,7	3,4	1,9	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>13,2</b>	<b>39,9</b>	<b>74,8</b>	<b>98,2</b>
Råvaror och förnödenheter	-0,6	-1,1	-1,3	-2,9	-5,4	-20,9	-37,4	-46,7
<b>Bruttoresultat (adj.)<sup>1</sup></b>	<b>2,3</b>	<b>1,5</b>	<b>1,2</b>	<b>1,4</b>	<b>5,9</b>	<b>18,9</b>	<b>37,4</b>	<b>51,6</b>
Bruttomarginal (adj.) <sup>1</sup>	79,0%	57,6%	46,2%	32,6%	52,0%	47,5%	50,0%	52,5%
Övriga externa kostnader	-3,0	-3,3	-4,4	-6,3	-6,8	-8,6	-10,4	-12,6
Personalkostnader	-5,9	-5,7	-6,2	-7,5	-9,6	-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>-10,5</b>	<b>-1,8</b>	<b>12,4</b>	<b>21,5</b>
EBITDA-marginal (adj.) <sup>1</sup>	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	16,6%	21,9%
Av- och nedskrivningar	-1,1	-1,1	-0,9	-1,5	-3,4	-3,6	-3,7	-3,9
<b>EBIT (adj.)<sup>1</sup></b>	<b>-7,7</b>	<b>-8,7</b>	<b>-10,3</b>	<b>-13,9</b>	<b>-13,9</b>	<b>-5,3</b>	<b>8,7</b>	<b>17,6</b>
EBIT-marginal (adj.) <sup>1</sup>	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	11,6%	17,9%
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>-14,1</b>	<b>-5,9</b>	<b>8,7</b>	<b>17,6</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>-14,1</b>	<b>-5,9</b>	<b>8,7</b>	<b>17,6</b>
Nettomarginal (adj.) <sup>1</sup>	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	11,6%	17,9%
<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	20,9x	23,6x	23,9x	13,8x	5,3x	1,5x	0,8x	0,6x
EV/S	27,5x	31,1x	31,5x	18,2x	6,9x	2,0x	1,1x	0,8x
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	6,3x	3,7x

<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	47,8	96,7	141,6
Övriga rörelseintäkter	0,7	1,9	1,7	3,4	1,9	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>14,9</b>	<b>47,8</b>	<b>96,7</b>	<b>141,6</b>
Råvaror och förnödenheter	-0,6	-1,1	-1,3	-2,9	-5,9	-23,9	-45,9	-63,7
<b>Bruttoresultat (adj.)<sup>1</sup></b>	<b>2,3</b>	<b>1,5</b>	<b>1,2</b>	<b>1,4</b>	<b>7,1</b>	<b>23,9</b>	<b>50,8</b>	<b>77,9</b>
Bruttomarginal (adj.) <sup>1</sup>	79,0%	57,6%	46,2%	32,6%	54,5%	50,0%	52,5%	55,0%
Övriga externa kostnader	-3,0	-3,3	-4,4	-6,3	-6,8	-9,0	-11,0	-13,2
Personalkostnader	-5,9	-5,7	-6,2	-7,5	-9,6	-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>-9,3</b>	<b>2,2</b>	<b>24,6</b>	<b>46,3</b>
EBITDA-marginal (adj.) <sup>1</sup>	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	4,5%	25,4%	32,7%
Av- och nedskrivningar	-1,1	-1,1	-0,9	-1,5	-3,4	-3,6	-3,9	-4,1
<b>EBIT (adj.)<sup>1</sup></b>	<b>-7,7</b>	<b>-8,7</b>	<b>-10,3</b>	<b>-13,9</b>	<b>-12,7</b>	<b>-1,4</b>	<b>20,7</b>	<b>42,2</b>
EBIT-marginal (adj.) <sup>1</sup>	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	21,4%	29,8%
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>-12,9</b>	<b>-2,0</b>	<b>20,7</b>	<b>42,2</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>-12,9</b>	<b>-2,0</b>	<b>20,7</b>	<b>42,2</b>
Nettomarginal (adj.) <sup>1</sup>	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	21,4%	29,8%

Nyckeltal	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
P/S	20,9x	23,6x	23,9x	12,7x	4,6x	1,3x	0,6x	0,4x
EV/S	27,5x	31,1x	31,5x	16,7x	6,0x	1,6x	0,8x	0,6x
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	36,5x	3,2x	1,7x

<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	32,9	56,7	66,0
Övriga rörelseintäkter	0,7	1,9	1,7	3,4	1,9	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>11,7</b>	<b>32,9</b>	<b>56,7</b>	<b>66,0</b>
Råvaror och förnödenheter	-0,6	-1,1	-1,3	-2,9	-4,9	-18,1	-29,8	-33,0
<b>Bruttoresultat (adj.)<sup>1</sup></b>	<b>2,3</b>	<b>1,5</b>	<b>1,2</b>	<b>1,4</b>	<b>4,8</b>	<b>14,8</b>	<b>26,9</b>	<b>33,0</b>
Bruttomarginal (adj.) <sup>1</sup>	79,0%	57,6%	46,2%	32,6%	49,5%	45,0%	47,5%	50,0%
Övriga externa kostnader	-3,0	-3,3	-4,4	-6,3	-6,8	-8,6	-10,4	-12,6
Personalkostnader	-5,9	-5,7	-6,2	-7,5	-9,6	-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>-11,6</b>	<b>-5,9</b>	<b>2,0</b>	<b>3,0</b>
EBITDA-marginal (adj.) <sup>1</sup>	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	3,5%	4,5%
Av- och nedskrivningar	-1,1	-1,1	-0,9	-1,5	-3,4	-3,6	-3,7	-3,9
<b>EBIT (adj.)<sup>1</sup></b>	<b>-7,7</b>	<b>-8,7</b>	<b>-10,3</b>	<b>-13,9</b>	<b>-15,0</b>	<b>-9,5</b>	<b>-1,7</b>	<b>-1,0</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>-15,2</b>	<b>-10,1</b>	<b>-1,7</b>	<b>-1,0</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>-15,2</b>	<b>-10,1</b>	<b>-1,7</b>	<b>-1,0</b>
Nettomarginal (adj.) <sup>1</sup>	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.

Nyckeltal	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
P/S	20,9x	23,6x	23,9x	15,2x	6,1x	1,8x	1,1x	0,9x
EV/S	27,5x	31,1x	31,5x	19,9x	8,1x	2,4x	1,4x	1,2x
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	39,5x	26,6x

<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.