

Stärker positionen för en bredare kommersialisering

EcoRub ("EcoRub" eller "Bolaget") levererar unika material där affärsidén är att förädla återvunnen plast eller gummi för att på så sätt skapa ett cirkulärt kretslopp, genom förbränning och förädling. Baserat på befintliga avtal och erhållna ordrar samt fler potentiella större avtal och tillverkningsvolymmer framgent, prognostiseras en successivt stigande nettoomsättning för att nå 93 MSEK år 2026. Givet antagna prognoser, en P/S-målmultiplikation om 2,5x, och en diskonteringsränta om 13,5 % härleds ett potentiellt nuvärde per aktie idag om 0,37 kr (0,44) i ett Base scenario.

Nettoomsättningen för Q1-24 under våra estimat

Under det första kvartalet uppgick EcoRubs nettoomsättning till 2,4 MSEK (2,5), vilket motsvarar en marginell minskning om 4 % Y-Y och 6 % Q-Q (2,6). Intäkterna under Q1-24 var under våra estimat, men positivt att urskilja är att försäljningen av återvunna kvalitetsmaterial ökade med över 100 %, vilket tyder på att Bolagets arbete om ett ökat fokus på affärsområdet, återvunna kvalitetsmaterial, har givit effekt. Sett till kostnads-sidan har Bolagets totala rörelsekostnader varit oförändrade Y-Y och marginellt minskat i jämförelse mot föregående kvartal (Q-Q), och uppgick under kvartalet till 5,8 MSEK. Under kvartalet meddelade även EcoRub att den robotiserade tillverkningen av gym- och ställmattor är i full drift, vilket förväntas medföra ökad lönsamhet och kvalitet. EBITDA-resultatet (exkl. aktiverat arbete och övriga intäkter) uppgick till ca -3,3 MSEK (-3,2), vilket motsvarar en ökad EBITDA-förlust om cirka 4 % Y-Y.

Tar steg mot en bredare kommersialisering

I slutet av Q1-24 erhöll EcoRub en första order från den globala koncernen KraussMaffei, med ett ordervärde om 0,1 MSEK, och knappt två veckor efter den första ordern, erhöll EcoRub en uppföljningsorder om 0,25 MSEK. Ordervärdet är på relativt låga nivåer, men Analyst Group anser att en första order, samt en uppföljningsorder, bekräftar Bolagets kvalitet och att avtalet dels kan leda till ökade volymer, dels utgöra en validering inom branschen, och därmed ge ringar på vattnet i andra upphandlingar och avtal. Därutöver fortlöper materialutvärderingsprojekt, vilka utgör, i kombination med en robust pipeline, en god potential för större volymer framgent.

Justerat värderingsintervall

EcoRub har knutit strategiskt viktiga samarbetspartners och estimeras fortsätta driva materialutvärderingsprojekt för att kommersialisera återvunna kvalitetsmaterial och därigenom knyta större affärsavtal. Dessa avtal är dock förenat med långa införsäljningstider, vilket kan förskjuta ett större genombrott. Analyst Group har med bakgrund av detta justerat prognoserna för år 2024-2026, vilket marginellt påverkar värderingsintervall, som baserade på år 2026. Vidare, efter kvartalets utgång stärkte EcoRub kassan genom TO6 där Bolaget tillfördes 4,9 MSEK före emissionskostnader. Med hänsyn tagen till TO6 och därav tillkommande antal aktier, uppdateras nettoskulden och det härleda värdet per aktie.

VÄRDERINGSINTERVALL

Bear
0,10 kr

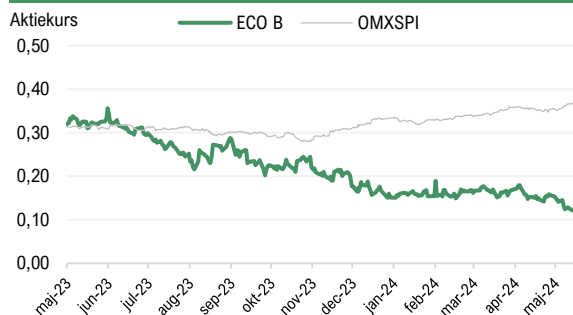
Base
0,37 kr

Bull
0,76 kr

NYCKELDATA

Senast betalt (2024-05-20)	0,112
Antal Aktier (st.)	390 400 921
Market Cap (MSEK)	43,5
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	21,3
Enterprise Value (MSEK)	64,8
Lista	Spotlight Stock Market
Kvartalsrapport 2 2024	2024-08-28

KURSUUTVECKLING



HUVUDÄGARE (KÄLLA: HOLDINGS, 2024-02-29)

Svante Larsson	22,4 %
Avanza Pension	6,9 %
Nils Hellgren	4,8 %
4-Chair AB	1,7 %
Bengt Eriksson	1,4 %

Prognoser (MSEK)	2023	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	11,0	30,9	59,8	93,4
Bruttokostnader	-5,0	-16,2	-29,9	-44,4
Bruttoresultat (adj.)	6,0	14,7	29,9	49,0
Bruttomarginal (adj.)	54,8%	47,5%	50,0%	52,5%
Rörelsekostnader	-16,9	-16,8	-19,9	-28,6
EBITDA (adj.)	-10,9	-2,1	9,9	20,5
EBITDA-marginal (adj.)	neg.	neg.	16,6%	21,9%
P/S	3,9x	1,4x	0,7x	0,5x
EV/S	5,9x	2,1x	1,1x	0,7x
EV/EBITDA	neg.	neg.	6,5x	3,2x

adj. = justerat för aktiverat arbete och övriga rörelseintäkter

Innehållsförteckning

Kommentar Q1-24	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 är ett *Greentech*-bolag som producerar återvunna pellets designade för formsprutning, strängsprutning, 3D-printing och kalandrering. 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

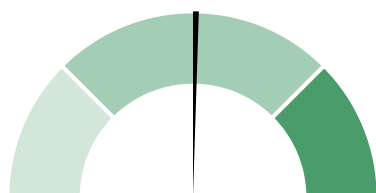
ANALYTIKER

Namn David Rimbe

Telefon +46 703 36 33 84

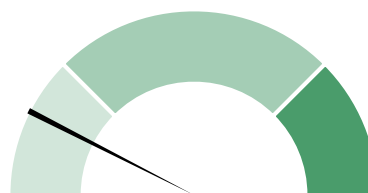
E-mail david.rimbe@analystgroup.se

Värde drivare



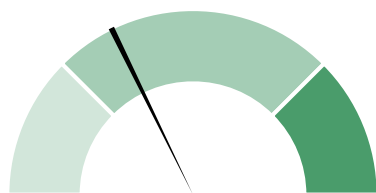
EcoRub har en redan etablerad anläggning på plats med kapacitet att producera ett (1) ton per timme, vilket gör den till Europas största produktionsanläggning för TPRR-material. Med den etablerade anläggningen i Lövånger på plats är fokus riktat mot säljaktiviteter, marknadsföring och kvalitetssäkring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



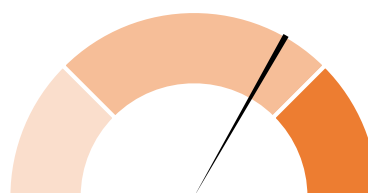
EcoRub har under de senaste åren arbetat intensivt med att utveckla och färdigställa sin första anläggning som är uppförd i Lövånger i Västerbotten, Sverige. Den nuvarande försäljningen är blygsam, varför rådande rörelsekostnader ger upphov till ett negativt resultat. Det operativa kassaflödet har dock 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 2023 tog tidigare styrelseordförande över rollen som tf. VD för EcoRub. Anders har över 10 år erfarenhet 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



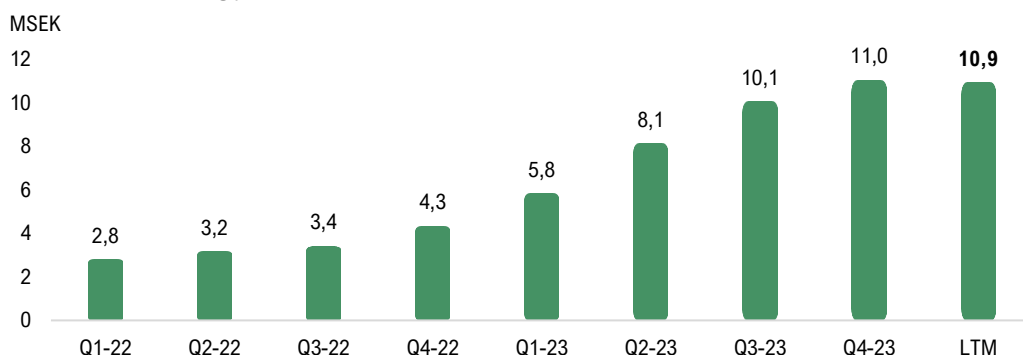
Det finns flera faktorer som blir avgörande för att EcoRub ska kunna nå lönsamhet, t.ex. möjlighet att attrahera kunder inom branscher som kan kännetecknas som konservativa, avtalens utformning, marknadspriser av råvaror, volymer m.m. Detta är således en operativ risk att ta i beaktande. Även den finansiella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

Nettoomsättningen uppgick till 2,4 MSEK under Q1-24

Under det första kvartalet 2024 uppgick EcoRubs nettoomsättning till 2,4 MSEK (2,5), vilket motsvarar en marginell försämring om 4 % mot jämförbart kvartal år 2023. I jämförelse mot det föregående kvartalet (Q4-23), då nettoomsättningen uppgick till 2,6 MSEK, minskade nettoomsättning Q-Q med cirka 6 % eller cirka 0,2 MSEK i absoluta tal. I delårsrapporten lyfter EcoRubs VD, Anders Färnlöf, fram att EcoRubs försäljning av återvunna kvalitetsmaterial ökade med över 100 %, vilket tyder på att Bolagets arbete om ett ökat fokus på affärsområdet, återvunna kvalitetsmaterial, redan har gett effekt, trots att det ska tilläggas att Bolaget inte särredovisar intäkterna från Bolagets affärsområden. Sedan Q4-22 har EcoRubs intäkter stabiliserats omkring 2,5 MSEK per kvartal, till följd av avtalen med SDAB och Grangården, samt genom försäljning av bland annat produktserien Profarma Stable Lining. Trots en något lägre försäljning under kvartalet än mot jämförbara perioder och våra estimat, så har EcoRub uppnått en god försäljningsbas, vilket blir tydligt sett till nettoomsättningen LTM. Nettoomsättningen LTM uppgår till 10,9 MSEK, vilket kan jämföras med nettoomsättning per rullande 12-månader vid samma tidpunkt föregående år (Q1-23) om 5,8 MSEK, vilket motsvarar en tillväxt om 88 %.

EcoRubs nettoomsättning LTM uppgår till 10,9 MSEK.

EcoRubs nettoomsättning per LTM-basis, Q1-22 – Q1-24



Källa: EcoRub och Analyst Groups prognos

Under kvartalet meddelade EcoRub även att Bolaget har utökat samarbetsavtalet med SDAB (Svensk Däckåtervinning), där ordervärdet överstiger 60 MSEK under en 10-årsperiod, vilket är en ökning från 55 MSEK och estimeras bidra till ett stabilt kassaflöde för Bolaget. EcoRub har uppnått en god försäljningsbas, trots att Bolaget inte har nått ett större genombrott, där det krävs avtal med större volymer. I slutet av kvartalet erhöll dock EcoRub en första order från den globala koncernen KraussMaffei, med ett ordervärde om 0,1 MSEK, och under inledningen av Q2-24, knappt två veckor (den 9 april 2024) efter den första ordern, erhöll EcoRub en uppföljningsorder om 0,25 MSEK. Trots att ordervärdet är relativt lågt anser Analyst Group att dessa orders utgör en kvalitetsstämpel och validerar EcoRubs kvalitet, vilket förväntas lägga grunden för ökade volymer framgent. Utöver samarbetet med KraussMaffei har EcoRub även ett samarbetsavtal med återförsäljaren Safic-Alcan, vilka är en global materialdistributör med över 500 kunder i de nordiska länderna, avseende försäljning och distribution av Eco TPEsuper® material för de nordiska länderna. EcoRub har tillsammans med Safic-Alcan pågående materialutvärderingsprojekt, vilka utgör, i kombination med en robust pipeline en god potential för större orders framgent.

EBITDA och förändring av rörelsekostnader

Under det första kvartalet 2023 uppgick EcoRubs totala rörelsekostnader (exkl. avskrivningar) till cirka 5,8 MSEK (5,8), vilket är i linje med motsvarande period föregående år, men i jämförelse mot föregående kvartal (Q4-23) minskade kostnaderna med cirka 3 % eller 0,2 MSEK. I delårsrapporten framgår det att arbetet med att fokusera verksamheten har medfört högre kostnader under kvartalet, vilket härleds till färdigställande av maskiner/maskinutrustning, inhyrd personal och tjänster, och gav extra kostnader om cirka 0,3 MSEK under kvartalet. LTM (Q2-23 – Q1-24) uppgick EcoRubs totala rörelsekostnader (exkl. avskrivningar) till cirka 22,2 MSEK (19,3), vilket kan jämföras mot helåret 2023 om 21,9 MSEK eller motsvarande period föregående år (Q2-22 – Q1-23) om 19,3 MSEK. I jämförelse med motsvarande period föregående år har de totala rörelsekostnaderna ökat med 15 %, men kan sättas i relation till omsättningen som har ökat med 88 %. Kostnadsökningen härleds i synnerhet till att EcoRub befinner sig en mer expansiv fas, men där kostnaderna ökar i en lägre takt än intäkterna, vilket vi ser positivt på. Under kvartalet meddelade även EcoRub att robotiserade driften för tillverkning av gym- och stallmattor är i full drift, vilket förväntas medföra ökad lönsamhet och kvalitet.

10,9 MSEK
NETTOOMSÄTTNING
LTM

KraussMaffei

ÅTERKOMMANDE
ORDRAR FRÅN
KRAUSSMAFFEI

Rörelseresultatet före avskrivningar (EBITDA) exklusive aktiverat arbete och övriga intäkter, för Q1-23 uppgick till ca -3,3 MSEK (-3,2), vilket motsvarar en ökad EBITDA-förlust om cirka 4 % i jämförelse med motsvarande period föregående år. Sett till rörelseresultatet på EBIT-nivå, vilket uppgick till -4,2 MSEK (-3,8) under första kvartalet 2024 och motsvarande en försämring om cirka 10 %.

Finansiell ställning – stärker kassan efter kvartalets utgång

Vid utgången av Q1-24 uppgick EcoRubs kassa till cirka 1,1 MSEK, vilket kan jämföras med cirka 4,5 MSEK vid utgången av Q4-23, motsvarande en minskning om cirka 3,4 MSEK. Efter kvartalets utgång har dock EcoRub stärkt kassan genom teckningsoptioner av serie TO6, vilken tecknades till en nyttjandegrad om ca 90,4 %. Därmed nyttjades totalt 44 659 760 teckningsoptioner, vilket innebär att antalet aktier ökade med totalt 44 659 760 aktier, och EcoRub tillfördes totalt 4,9 MSEK före emissionskostnader om cirka 0,1 MSEK. Analyst Group räknar därmed att EcoRub efter kvartalets utgång har tillförts en nettolikvid om 4,8 MSEK och givet senast rapporterade rörelsekapital om 7,3 MSEK, samt en historisk genomsnittlig kapitalförbrukning om cirka 0,7 MSEK per månad (exklusive investeringar), estimeras EcoRub vara finansierade tolv månader framåt, allt annat lika.

Sammanfattningsvis anser Analyst Group att EcoRub har tagit strategiskt viktiga operativa steg under kvartalet, där EcoRub har mottagit den första ordern från KraussMaffei, samt efter kvartalet erhållit en uppföljningsorder från KraussMaffei samtidigt som utökat samarbetsavtalet med SDAB är på plats. Analyst Group anser att EcoRub har stärkt Bolagets position för att leverera ett genombrottsår, där strategiskt viktiga samarbetspartners är knutna, men vi upprepar samtidigt vikten av att Bolaget fortsätter leverera nya avtal, strategiska avtal och på den nuvarande orderstocken, samt avtal om större volymer för att affärsverksamheten ska bli lönsam på sikt. Dock besitter EcoRub en god position med materialutvärderingsprojekt och en växande pipeline som har hög potential, vilket sammantaget bäddar för en bredare kommersialisering av Bolagets produkter.

4,9 MSEK
TILLFÖRDES
ECORUB GENOM
TO6

En överblick av Q1-24



-4 %

Omsättningstillväxt Y-Y

NETTOOMSÄTTNING
2,4 MSEK
(2,5)

EBITDA (adj)
-3,3 MSEK
(-3,2)



5,8 MSEK

Totala rörelsekostnader



5,9 MSEK

Kassa¹



¹ Givet rapporterad kassa vid utgången av Q1-24 och utfall i teckningsoptioner i serie TO6.

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 26 mdUSD för år 2029. 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 1,2 mdUSD år 2023 och förväntas växa 11,3 % årligen för att nå en storlek om cirka 2,6 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 möjliggör kassaflöden

Under år 2024 utökade EcoRub det redan befintliga samarbetsavtalet med Svensk Däckåtervinning AB (SDAB) genom ett långsiktigt bearbetningsavtal, vilket har ett värde som överstiger 60 MSEK fördelat på 10 år. Därutöver har EcoRub under år 2023 tecknat initiala ramorderavtal med WGS Wellness Group A/S och Grangården om 3 MSEK respektive 2 MSEK. EcoRub förväntas kunna vinna ytterligare ordrar på kort sikt via affärsbenet för gjutna produkter, där produktion nyligen har automatiserats, vilket estimeras bidra till mer närliggande kassaflöden, samtidigt som det finns en substansiell ekonomisk uppsida via affärsbenet för TPRR där avtal med stora aktörer kan generera intäkter som överstiger 100 MSEK över tid. I dagsläget har EcoRub starka referenskunder såsom Sandvik, Scania, SAAB med flera, vilket visar att Bolaget redan har ett intresse från ledande aktörer vilket både bevisar teknikhöjden samt att efterfrågan finns bland större aktörer.

Prognos och värdering

I ett Base scenario estimeras EcoRub successivt öka omsättningen till ca 93 MSEK (98) 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 0,37 kr (0,44) i ett Base scenario, vilket motsvarar ett bolagsvärde (*Market Cap*) om 146 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 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 Bolagets 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



GRANGÅRDEN

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 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

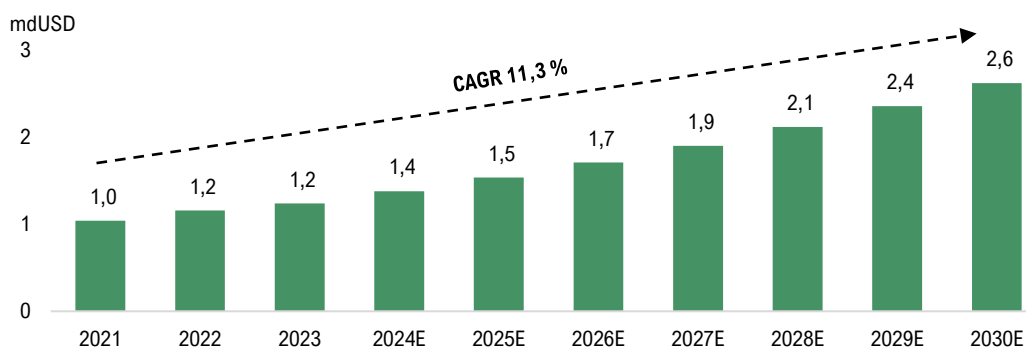
10,9 %
CAGR
MARKNADS
TILLVÄXT

Den globala marknaden för återvunnet gummi förväntas visa tvåsiffrig tillväxt

Den globala marknaden för återvunnet gummi estimerades vara värd 1,2 mdUSD år 2023 och förväntas växa 11,3 % (CAGR) årligen för att nå en storlek om 2,6 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-industrin¹. 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 11,3 % och nå 2,6 mdUSD år 2030.

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



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

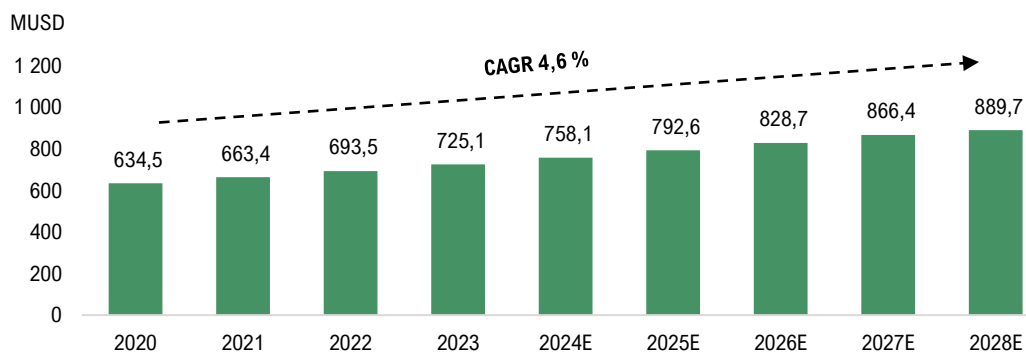
4,6 %
CAGR
MARKNADS
TILLVÄXT

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

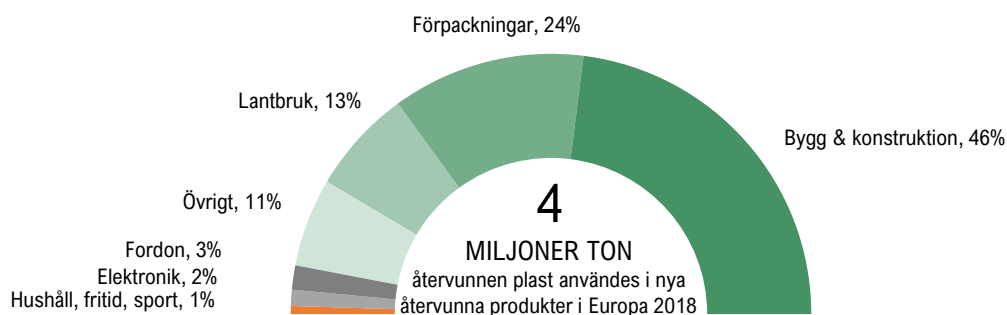
1. EU Rubber Recycling Sector Gaining "Unprecedented Traction" | European Rubber Journal (european-rubber-journal.com)

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.

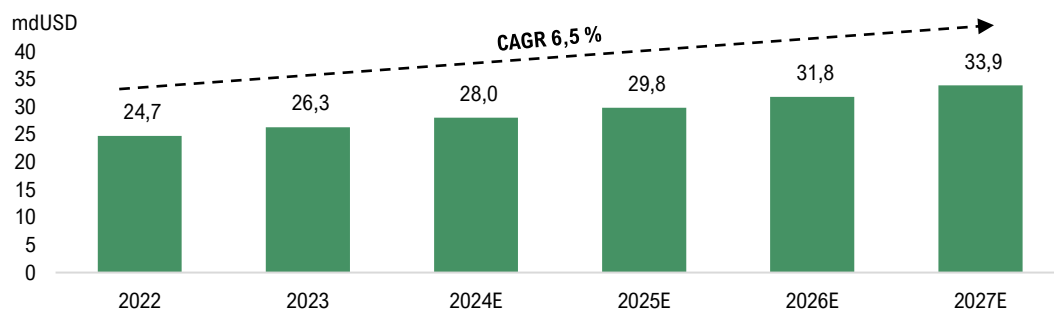
Marknaden för termoplastiska elastomerer (TPE) förväntas vara värd ca 34 mdUSD 2027

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 Lövånger, 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 65 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 flertal strategiska samarbeten som potentiellt kan leda till större avtal.

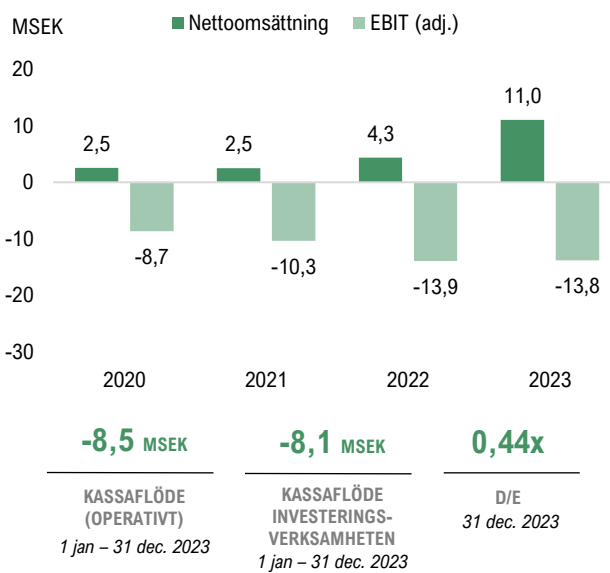
Resultatmässigt har EcoRub kunnat verka med en relativt låg operativ *burn rate*, med låga OPEX. Istället har det varit CAPEX-investeringar hänförliga till anläggningen i Lövånger samt immateriella rättigheter som varit drivande, vilket kan ses i Bolagets balansomslutning och tillika kassaflödet från investeringsverksamheten som under helåret 2022 och 2023, vilket uppgick till -11,7 MSEK respektive -8,1 MSEK. Grundinvesteringar har således gjorts, och från år 2025 är ambitionen att öka försäljningen genom att Bolagets tillväxt strategi om att bygga en grund för att bli en materialproducent för industriell skala.

Med gjorda investeringar har EcoRub idag en färdigställd anläggning i Lövånger, vilket estimeras börja generera högre intäkter under år 2024 och framgent.

Historiska räkenskaper och nyckeltal

Resultaträkning (MSEK)	2020	2021	2022	2023
Nettoomsättning	2,5	2,5	4,3	11,0
Aktiverat arbete	1,9	1,4	0,8	2,1
Övriga rörelseintäkter	0,0	0,3	2,6	1,5
Totala intäkter	4,5	4,2	7,7	15,6
Råvaror och förnödenheter	-1,1	-1,3	-2,9	-4,9
Bruttoresultat	3,4	2,8	4,8	10,6
Bruttomarginal	76,0%	67,8%	62,4%	63,1%
Övriga externa kostnader	-3,3	-4,4	-6,3	-7,5
Personalkostnader	-5,7	-6,2	-7,5	-9,5
Avskrivningar	-1,1	-0,9	-1,5	-2,9
EBIT	-6,7	-8,7	-10,5	-9,3
EBIT-marginal	-150%	-208%	-136%	-60%
Finansiella intäkter	0,0	0,0	0,0	0,1
Finansiella kostnader/netto	-0,4	-1,2	-0,5	-0,4
EBT	-7,1	-9,9	-11,0	-9,7
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat	-7,1	-9,9	-11,0	-9,7
Nettomarginal	-158%	-237%	-142%	-63%

Källa: EcoRub



adj. = justerat för aktiverat arbete och övriga rörelseintäkter

Balansräkning och rörelsekapital

Vid utgången av Q1-24 hade EcoRub ett rörelsekapital om ca 9,9 MSEK, varav 1,1 MSEK utgjordes av likvida medel. Det ska dock tilläggas att ca 3,2 MSEK är kapital som är bundet till varulagret vilket medför att den finansiella ställningen är utsatt för försäljningsrisk på kort sikt. Efter kvartalets utgång stärkte EcoRub kassan med 4,9 MSEK före emissionskostnader om 0,1 MSEK genom teckningsoptioner i serie TO6. Nettolikviden från TO6 uppgick därmed till 4,8 MSEK, vilket estimeras tillföras Bolaget i slutet av april månad. Avseende till de totala långfristiga skulderna uppgick de till 27,2 MSEK vid utgången av Q1-24, vilket motsvarar en ökning om 0,9 MSEK i jämförelse vid utgången av Q4-23. Under helåret 2023 uppgick det operativa kassaflödet, det vill säga kapitalförbrukningen, till cirka -0,7 MSEK per månad, och givet senast rapporterade rörelsekapital om 9,9 MSEK, vilket inkluderar kassan om 1,1 MSEK, samt givet en nettolikvid om 4,8 MSEK i TO6, estimeras EcoRub vara finansierade tolv månader framåt, allt annat lika. Vidare, eftersom Bolaget ännu inte är lönsamt och har långfristiga skulder om cirka 27 MSEK, 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. Givet att 3,2 MSEK av rörelsekapitalet är bundet i varulagret ökar risken för ytterligare en extern kapitalanskaffning inom de kommande tolv månaderna.

9,9 MSEK
RÖRELSE-
KAPITAL
VID UTGÅNGEN
AV Q1-24

Prognosperiod: år 2024 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.

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 m² och EcoRubs försäljningspris av PSL är 695 per m². 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.

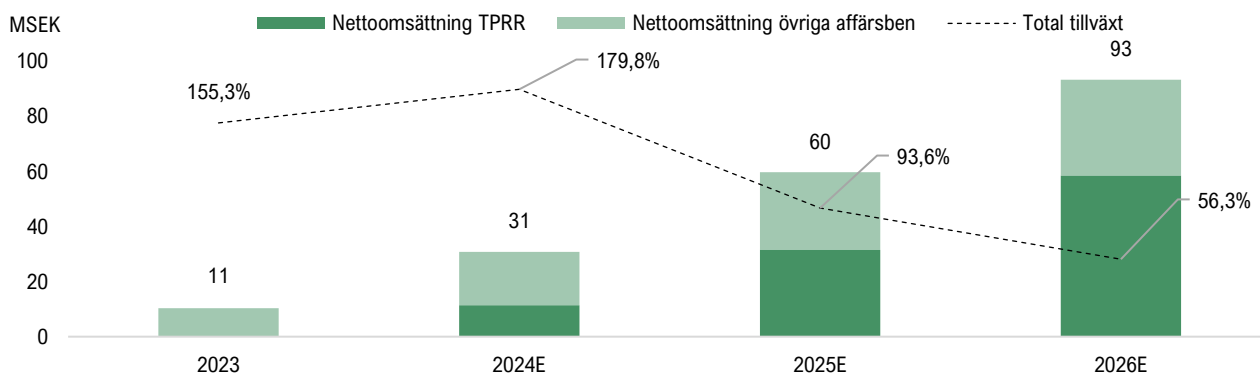
Dessa avtal kan ses som ett *Proof of Concept* i den bemärkelsen att EcoRub redan har lyckats att knyta till sig en kundbas. Inte minst avtalet med WGS Wellness Group är intressant då det öppnar upp för en ny marknad med substantiell potential, vilket vi menar sänder en stark signal till marknaden om 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 2024 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 2024-2026, 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

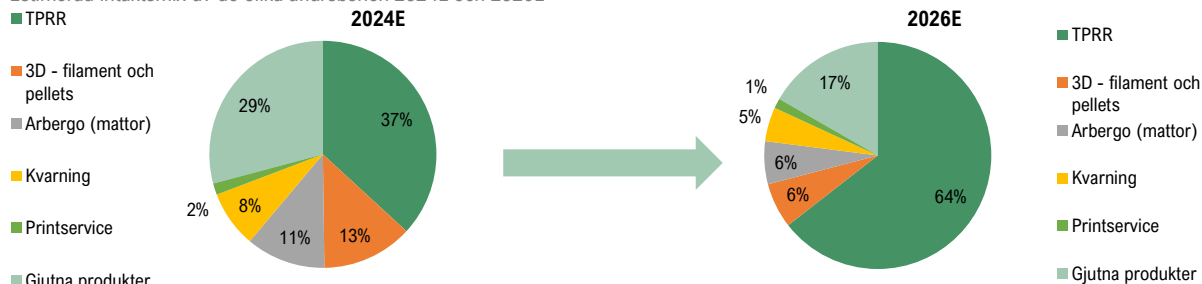


Analyst Groups prognos

Estimat TPRR	2023 ¹	2024E	2025E	2026E
Försäljningsvolym (antal ton/år)	3	379	1 051	1 950
Försäljningspris (SEK/kg)	30	30	30	30
Nettoomsättning TPRR (MSEK)	n.a.	11,4	31,5	58,5
Tillväxt (% YOY)	n.a.	n.a.	177,3%	85,5%
Estimat övriga affärsben (MSEK)	2023 ¹	2024E	2025E	2026E
3D - filament och pellets	2,0	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
Nettoomsättning övriga affärsben	11,3	19,5	28,2	34,9
Tillväxt (% YOY)	134,4%	73,3%	41,2%	23,6%

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

Estimerad intäktsmix av de olika affärsbenen 2024E och 2026E



Analyst Groups prognos

**40-53%
BRUTTO
MARGINAL**

Bruttokostnader

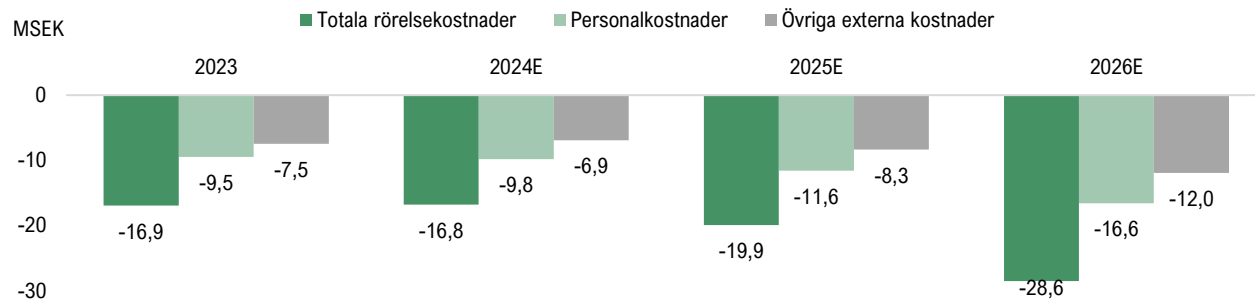
EcoRubs affärsmodell utgår från att inhämta förbrukat gummi samt plast och återvinna det genom att avlägsna kontaminerade kemikalier, vilket ger upphov till en form av tillverkningskostnad för Bolaget. Precis som med prissättningen beror bruttokostnaden för återvinning och tillverkning på många faktorer, 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 2023-2026E, Base scenario.



Analyst Groups prognos

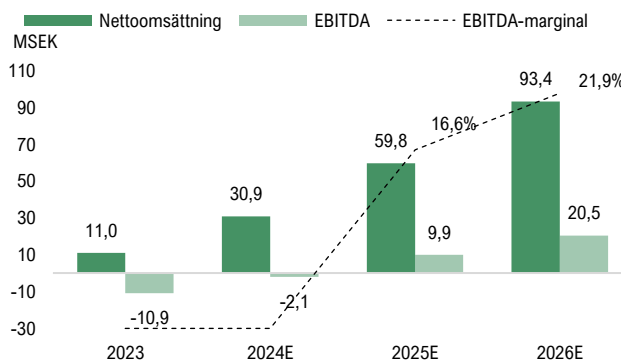
Följande är en sammanställning av Analyst Groups estimat för EcoRub.

Finansiell prognos, Base scenario

Prognos (base), MSEK	2023	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	11,0	30,9	59,8	93,4
COGS	-5,0	-16,2	-29,9	-44,4
Bruttoresultat (adj.)¹	6,0	14,7	29,9	49,0
Bruttomarginal (adj.) ¹	54,8%	47,5%	50,0%	52,5%
Övriga externa kostnader	-7,5	-6,9	-8,3	-12,0
Personalkostnader	-9,5	-9,8	-11,6	-16,6
EBITDA (adj.)¹	-10,9	-2,1	9,9	20,5
EBITDA-marginal (adj.) ¹	neg.	neg.	16,6%	21,9%

Analyst Groups prognos

¹Exkl. aktiverat arbete och övriga intäkter.



För att ge värderingen perspektiv görs en jämförelse med ett urval av noterade 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 0,7x (median).

Urval av sektorbolag inom återvinning och miljöteknik

(MSEK)	Marknadsdata				Nettoomsättning			Värdering		LTM
Bolag	Market Cap	Nettoskuld	Enterprise Value	Nettoskuld / Market Cap	2021	2022	LTM	EV/S LTM	P/S LTM	Omsättnings-tillväxt Y-Y
Saxlund	58,6	29,3	87,9	0,3x	250,0	308,0	316,0	0,3x	0,2x	23%
Ecoclimate	128,5	-38,5	90,0	-0,4x	241,2	314,0	314,0	0,3x	0,4x	30%
Kollect on Demand	44,0	4,0	48,0	0,1x	64,9	86,1	86,1	0,6x	0,5x	33%
Polyplank	24,3	11,1	35,4	0,3x	34,3	30,8	26,8	1,3x	0,9x	-10%
NFO Drives	98,0	-11,3	86,7	-0,1x	42,5	47,0	46,7	1,9x	2,1x	11%
Recycotec	10,6	6,5	17,1	0,4x	15,0	14,5	15,0	1,1x	0,7x	-3%
ECOMB	6,9	-0,2	6,6	0,0x	6,0	5,1	5,1	1,3x	1,3x	-15%
Högsta	128,5	29,3	90,0	0,4x	250,0	314,0	316,0	1,9x	2,1x	33%
75e percentilen	78,3	8,8	87,3	0,3x	153,1	197,1	200,1	1,3x	1,1x	27%
Medelvärde	53,0	0,1	53,1	0,1x	93,4	115,1	115,7	1,0x	0,9x	10%
Median	44,0	4,0	48,0	0,1x	42,5	47,0	46,7	1,1x	0,7x	11%
25e percentilen	17,4	-5,8	26,2	-0,1x	24,6	22,7	20,9	0,4x	0,5x	-7%
Lägsta	6,9	-38,5	6,6	-0,4x	6,0	5,1	5,1	0,3x	0,2x	-15%
Ecorub	43,5	21,3	64,8	0,5x	4,3	11,0	10,9	5,9x	4,0x	155%

Källa: Refinitiv, Börnsdata, Bolagsrapporter. Senaste stängningsdata från 2024-05-20

Då EcoRub prognostiseras växa i hög takt utgår värderingen från en försäljningsmultipl, *Price-to-Sales* (P/S). Lönsamhet för ett enskilt helår estimeras nås år 2025, varför en försäljningsmultipl är mer rättvisande idag. Vid en analys av jämförelsebolagen konstateras en genomsnittlig omsättningstillväxt om 10 % och en mediantillväxt om 11 % baserat LTM på årsbasis (Y-Y), medan EcoRub uppvisat en tillväxt om 88 % på LTM-basis vid Q1-24 och 155 % för helåret 2023, vilket placerar Bolaget en bra bit över jämförelsebolagen. Då EcoRub uppvisat en tresiffrig omsättningstillväxt Y-Y under år 2023, 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 sin helhet för jämförelsegruppen är betydligt lägre. Dock ska det tilläggas att mognadsgraden likväl skiljer sig inom jämförelsebolagen. Givet en målmultipl om 2,5x, applicerad på 2026 års nettoomsättning om ca 93 MSEK, erhålls ett Market Cap om ca 234 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 Q1-24 hade räntebärande skulder om ca 21 MSEK, vilket motsvarar en Nettoskuld/Market Cap-kvot om 0,3x. Detta utgör en risk som, i vår mening, är viktig att beakta. Utifrån en P/S-multipl om 2,5x, prognostiserad försäljning om ca 93 MSEK år 2026, samt en diskonteringsränta om 13,5 %, erhålls ett potentiellt nuvärde per aktie om 0,37 kr, vilket motsvarar ett nuvärde om ca 146 MSEK i termer av Market Cap.

0,37 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%	0,09	0,26	0,43	0,60	0,77
	11,5%	0,08	0,24	0,40	0,56	0,72
	13,5%	0,07	0,22	0,37	0,52	0,67
	15,5%	0,07	0,21	0,35	0,49	0,63
	17,5%	0,07	0,20	0,33	0,46	0,59

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 materialutvärderingsprojekt 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 134 MSEK, en diskonteringsränta om 13,5 %, motiveras ett nuvärde per aktie om 0,76 kr i ett Bull scenario, där framtida expansion med ytterligare anläggningar är den största drivaren i scenariot.

Bear scenario

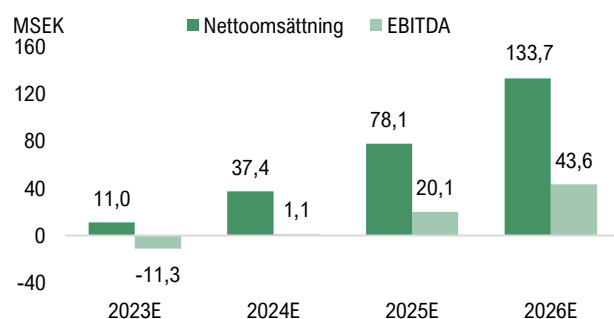
Följande är ett urval av potentiella scenarion i ett Bear scenario:

- 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 48 MSEK, motiveras ett nuvärde per aktie om 0,10 kr i ett Bear scenario.

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

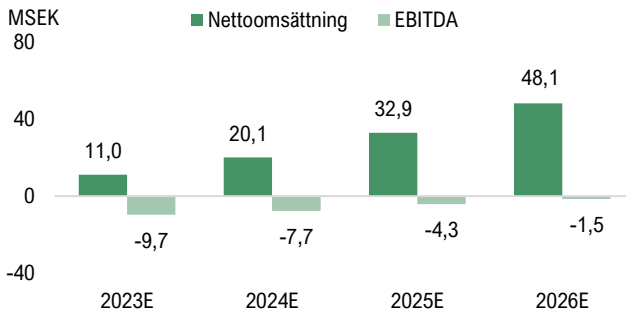
Prognos Bull scenario, åren 2023-2026E



Analyst Groups prognos

I ett Bear scenario utvecklas verksamheten trögare.

Prognos Bear scenario, åren 2023-2026E



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 2020.



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

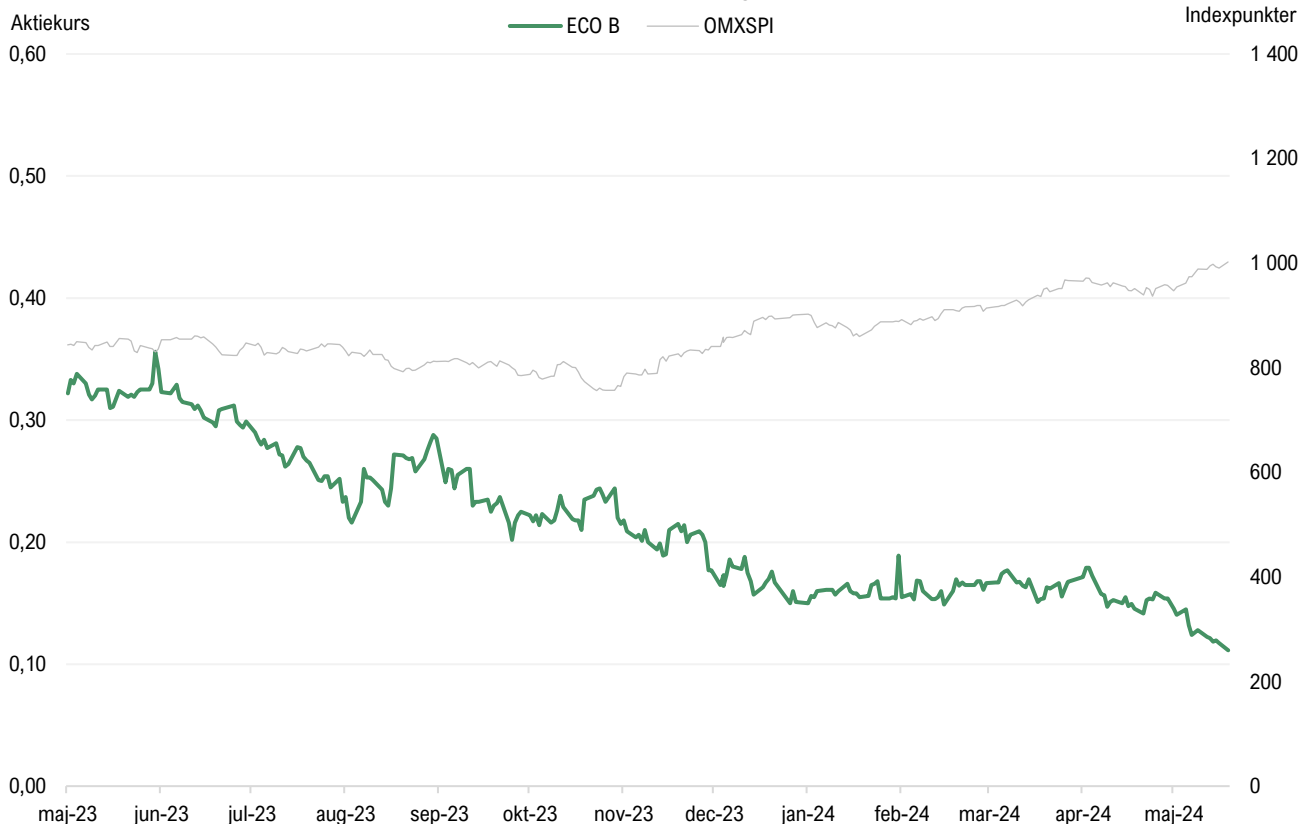
Sven-Eric Svensson, f. 1952, invald 2019.



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	2023	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	2,9	2,5	2,5	4,3	11,0	30,9	59,8	93,4
Övriga rörelseintäkter	0,7	1,9	1,7	3,4	3,6	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	3,5	4,5	4,2	7,7	14,6	30,9	59,8	93,4
Råvaror och förnödenheter	-0,6	-1,1	-1,3	-2,9	-5,0	-16,2	-29,9	-44,4
Bruttoresultat (adj.)¹	2,3	1,5	1,2	1,4	6,0	14,7	29,9	49,0
Bruttomarginal (adj.) ¹	79,0%	57,6%	46,2%	32,6%	54,8%	47,5%	50,0%	52,5%
Övriga externa kostnader	-3,0	-3,3	-4,4	-6,3	-7,5	-6,9	-8,3	-12,0
Personalkostnader	-5,9	-5,7	-6,2	-7,5	-9,5	-9,8	-11,6	-16,6
EBITDA (adj.)¹	-6,6	-7,5	-9,5	-12,4	-10,9	-2,1	9,9	20,5
EBITDA-marginal (adj.) ¹	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	16,6%	21,9%
Av- och nedskrivningar	-1,1	-1,1	-0,9	-1,5	-2,9	-2,8	-3,0	-3,7
EBIT (adj.)¹	-7,7	-8,7	-10,3	-13,9	-13,8	-4,9	7,0	16,7
EBIT-marginal (adj.) ¹	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
EBT (adj.)¹	-8,2	-9,0	-11,6	-14,4	-14,0	-5,5	7,0	16,7
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Periodens resultat (adj.)¹	-8,2	-9,0	-11,6	-14,4	-14,0	-5,5	7,0	16,7
Nettomarginal (adj.) ¹	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	11,6%	17,9%
Nyckeltal	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
P/S	15,2x	17,2x	17,4x	10,1x	3,9x	1,4x	0,7x	0,5x
EV/S	22,6x	25,6x	25,9x	15,0x	5,9x	2,1x	1,1x	0,7x
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	6,5x	3,2x

¹Exkl. aktiverat arbete och övriga intäkter.

Appendix



Bull scenario (MSEK)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	2,9	2,5	2,5	4,3	11,0	37,4	78,1	133,7
Övriga rörelseintäkter	0,7	1,9	1,7	3,4	3,6	1,5	0,0	0,0
Totala intäkter	3,5	4,5	4,2	7,7	12,9	38,9	78,1	133,7
Råvaror och förnödenheter	-0,6	-1,1	-1,3	-2,9	-5,0	-18,7	-37,1	-60,2
Bruttoresultat (adj.)¹	2,3	1,5	1,2	1,4	6,0	18,7	41,0	73,5
Bruttomarginal (adj.) ¹	79,0%	57,6%	46,2%	32,6%	54,8%	50,0%	52,5%	55,0%
Övriga externa kostnader	-3,0	-3,3	-4,4	-6,3	-7,5	-7,3	-8,8	-12,6
Personalkostnader	-5,9	-5,7	-6,2	-7,5	-9,5	-10,3	-12,2	-17,4
EBITDA (adj.)¹	-6,6	-7,5	-9,5	-12,4	-10,9	1,1	20,1	43,6
EBITDA-marginal (adj.) ¹	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	2,9%	25,7%	32,6%
Av- och nedskrivningar	-1,1	-1,1	-0,9	-1,5	-2,9	-2,8	-3,1	-3,9
EBIT (adj.)¹	-7,7	-8,7	-10,3	-13,9	-13,8	-1,7	16,9	39,6
EBIT-marginal (adj.) ¹	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	21,7%	29,6%
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
EBT (adj.)¹	-8,2	-9,0	-11,6	-14,4	-14,0	-2,3	16,9	39,6
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Periodens resultat (adj.)¹	-8,2	-9,0	-11,6	-14,4	-14,0	-2,3	16,9	39,6
Nettomarginal (adj.) ¹	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	21,7%	29,6%

Nyckeltal	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
P/S	15,2x	17,2x	17,4x	9,3x	3,9x	1,2x	0,6x	0,3x
EV/S	22,6x	25,6x	25,9x	13,8x	5,9x	1,7x	0,8x	0,5x
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	60,0x	3,2x	1,5x

¹Exkl. aktiverat arbete och övriga intäkter.

Bear scenario (MSEK)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	2,9	2,5	2,5	4,3	11,0	20,1	32,9	48,1
Övriga rörelseintäkter	0,7	1,9	1,7	3,4	3,6	1,5	0,0	0,0
Totala intäkter	3,5	4,5	4,2	7,7	12,9	21,6	32,9	48,1
Råvaror och förnödenheter	-0,6	-1,1	-1,3	-2,9	-5,0	-11,1	-17,3	-24,1
Bruttoresultat (adj.)¹	2,3	1,5	1,2	1,4	6,0	9,0	15,6	24,1
Bruttomarginal (adj.) ¹	79,0%	57,6%	46,2%	32,6%	54,8%	45,0%	47,5%	50,0%
Övriga externa kostnader	-3,0	-3,3	-4,4	-6,3	-7,5	-6,9	-8,3	-11,0
Personalkostnader	-5,9	-5,7	-6,2	-7,5	-9,5	-9,8	-11,6	-14,6
EBITDA (adj.)¹	-6,6	-7,5	-9,5	-12,4	-10,9	-7,7	-4,3	-1,5
EBITDA-marginal (adj.) ¹	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Av- och nedskrivningar	-1,1	-1,1	-0,9	-1,5	-2,9	-2,8	-3,0	-3,7
EBIT (adj.)¹	-7,7	-8,7	-10,3	-13,9	-13,8	-10,5	-7,3	-5,2
EBIT-marginal (adj.) ¹	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
EBT (adj.)¹	-8,2	-9,0	-11,6	-14,4	-14,0	-11,1	-7,3	-5,2
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Periodens resultat (adj.)¹	-8,2	-9,0	-11,6	-14,4	-14,0	-11,1	-7,3	-5,2
Nettomarginal (adj.) ¹	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.

Nyckeltal	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
P/S	15,2x	17,2x	17,4x	12,2x	3,9x	2,2x	1,3x	0,9x
EV/S	22,6x	25,6x	25,9x	18,1x	5,9x	3,2x	2,0x	1,3x
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.

¹Exkl. 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 2014-2024). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.