

Stärkta utsikter för att nå större produktionsvolymer

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. EcoRub har tagit steg att nå kommersiella avtal från materialutvärderingsprojekt och utökat produktionskapaciteten hittills under år 2024. Baserat på befintliga avtal och estimerade ordrar med större efterfrågade volymer från befintliga och nya kunder under år 2025, prognostiseras en successivt stigande nettoomsättning, för att år 2026 nå 80 MSEK. Givet antagna prognoser, en P/S-målmultiplikator om 2,0x, och en diskonteringsränta om 13,5 % härleds ett potentiellt nuvärde per aktie idag om 0,3 kr i ett Base scenario.

Stärker utsikterna för en ökad omsättning framgent

Under Q3-24 uppgick EcoRubs nettoomsättning till 3,4 MSEK (2,9), vilket motsvarande en tillväxt om 17 % Y-Y, men en marginell minskning om 3 % Q-Q. Nettoomsättning är kvar på historiskt höga nivåer, där intäktsökningen Y-Y har drivits av prishöjningar och ökade volymer från bolagets befintliga kunder, vilket tyder på att Bolagets arbete avseende strategiskt fokusering har givit effekt. Därutöver har EcoRubs helautomatiserade produktion avseende gummimattor för gym och stall, den nya anläggningen i Änåset avseende däckåtervinning tillsammans med SDAB, samt fortlöpande materialutvärderingsprojekt stärkt utsikterna för en ökad intäktsföring under kommande kvartal, där en ökad och förbättrad produktion ökar konkurrenskraft, samtidigt som framgångsrika materialutvärderingsprojekt förväntas innebära betydligt större volymer.

Positivt EBITDA-resultat

EcoRubs strategiska fokusering har resulterat i en minskad kostnadsstyrmen och genom strikt kostnadskontroll har EcoRub uppvisat ett positivt EBITDA-resultat för första gången, där EBITDA-resultatet uppgick till 0,4 MSEK. Den goda kostnadskontrollen har bidragit till en förbättrad kostnadsbas, där EcoRubs totala rörelsekostnader (inkl. COGS, exkl. avskrivningar) uppgick till cirka 3,5 MSEK, vilket motsvarar en minskning om 29 % Y-Y. Sett till EBITDA-resultatet, exkluderat för aktiverat arbete och övriga intäkter, uppgick det till -0,1 MSEK (-3,0), vilket innebär en förbättring om 95 % Y-Y och 93 % Q-Q, vilket är ett resultat av den strategiska fokuseringen av Bolaget. Förbättringarna av rörelseresultatet ska även ses i ljuset av att EcoRub fortsatt är i en expansiv fas.

Vi reviderar våra prognoser

EcoRub har levererat ett starkt tredje kvartal, med god kostnadskontroll och fortsatt ökad intäktsföring. Hittills under år 2024 har EcoRub tagit strategiska steg för att skala upp försäljningen och produktionen framgent. Materialutvärderingsprojekt är förknippade med större volym, men är även förenat med längre införsäljningstider, vilket kan förskjuta ett större genombrott. Till följd av långa införsäljningstider och uteblivet större kommersiellt avtal hittills under år 2024, har Analyst Group valt att revidera prognoserna för år 2024-2026, där vi förskjuter ett större kommersiellt genombrott till år 2025, samtidigt som vi ser en förbättrade marginaler framgent.

VÄRDERINGSINTERVALL

Bear
0,10 kr

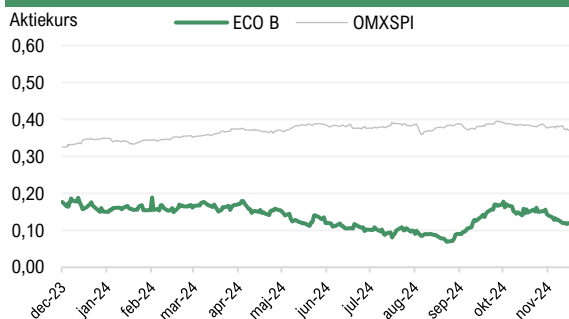
Base
0,30 kr

Bull
0,76 kr

NYCKELDATA

Senast betalt (2024-11-21)	0,13
Antal Aktier (st.)	390 400 921
Market Cap (MSEK)	51,9
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	33,1
Enterprise Value (MSEK)	85,0
Lista	Spotlight Stock Market
Kvartalsrapport 4 2024	2025-02-20

KURSUUTVECKLING



HUVUDÄGARE (KÄLLA: HOLDINGS)

Svante Larsson	24,1 %
Avanza Pension	6,9 %
Nils Hellgren	4,8 %
Sture Aludden	1,7 %
4-Chair AB	1,5 %

Prognoser (MSEK)	2023	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	11,0	14,2	38,6	79,9
Bruttokostnader	-5,0	-5,8	-15,5	-31,2
Bruttoresultat (adj.)	6,0	8,4	23,2	48,7
Bruttomarginal (adj.)	54,8%	59,0%	60,0%	61,0%
Rörelsekostnader	-16,9	-15,5	-19,7	-28,8
EBITDA (adj.)	-10,9	-7,1	3,5	20,0
EBITDA-marginal (adj.)	neg.	neg.	9,0%	25,0%
P/S	4,7x	3,7x	1,3x	0,6x
EV/S	7,7x	6,0x	2,2x	1,1x
EV/EBITDA	neg.	neg.	24,5x	4,3x

adj. = justerat för aktiverat arbete och övriga rörelseintäkter

Innehållsförteckning

Kommentar Q3-24	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

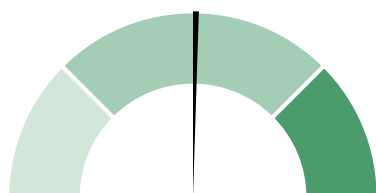
ANALYTIKER

Namn David Rimbe

Telefon +46 703 36 33 84

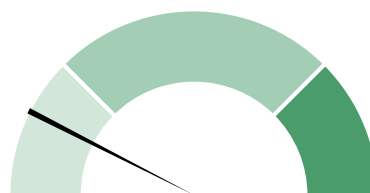
E-mail david.rimbe@analystgroup.se

Värde drivare



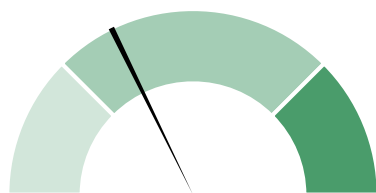
EcoRub har en redan etablerad anläggning på plats med kapacitet att producera ett (1) ton per timme, vilket gör den till Europas största produktionsanläggning för TPRR-material. Med den etablerade anläggningen i Lövånger på plats är fokus riktat mot säljaktiviteter, marknadsföring och kvalitetssäkring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



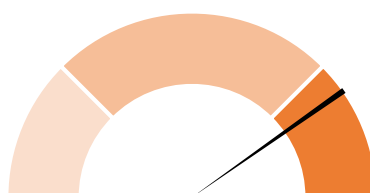
EcoRub har under de senaste åren arbetat intensivt med att utveckla och färdigställa sin första anläggning som är uppförd i Lövånger i Västerbotten, Sverige. Den nuvarande försäljningen är relativt blygsam, varför rådande rörelsekostnader ger upphov till ett negativt resultat. Det operativa kassaflödet 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 3,4 MSEK – stärker utsikterna framåt

3,4 MSEK
NETTOOMSÄTTNING
UNDER Q3-24

17 %
OMSÄTTNINGSS-
TILLVÄXT Y-Y

Under det tredje kvartalet 2024 uppgick EcoRubs nettoomsättning till 3,4 MSEK (2,9), vilket motsvarar en tillväxt om 17 % Y-Y. I jämförelse med föregående kvartal, vilket var den högsta uppmätta nettoomsättningen för ett enskilt kvartal, uppgående till 3,5 MSEK, är nettoomsättningen under kvartalet marginellt lägre, där minskningen Q-Q uppgick till -2,6 %. Omsättningen i kvartalet är därmed kvar på historiskt högre nivåer, vilket blir tydligt sett till jämförelsen Y-Y, och där omsättningstillväxten i synnerhet kan förklaras av prishöjningar och ökade volymer från Bolagets befintliga kunder, såsom samarbeten med bland annat Svensk Däckåtervinning (SDAB) och Granngården, för att nämna några. Därutöver har EcoRub under september månad erhållit en order avseende Bolagets materialåtervunna gymmattor om 400 tSEK från WeSports-ägda Vartex, där ordern levererades under kvartalet från fabriken i Skellefteå.

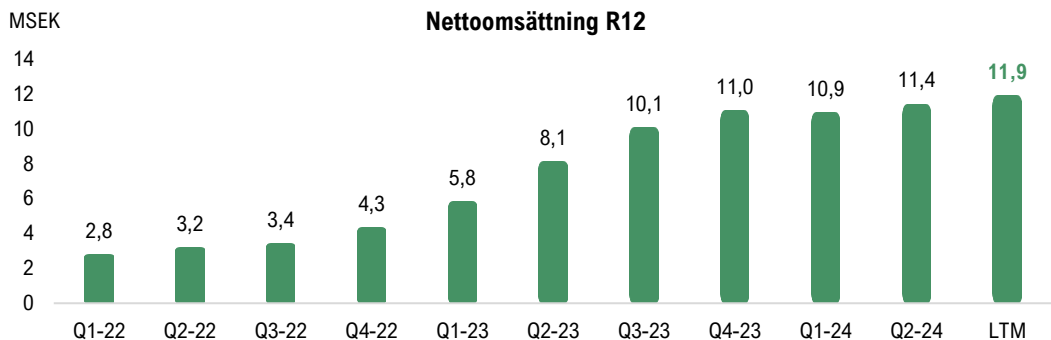
I delårsrapporten lyfter EcoRubs VD Anders Färnlöf fram att EcoRubs helautomatiserade produktion av gummimattor för gym och stall stärker Bolagets konkurrenskraft genom att erbjuda marknaden förbättrad kvalitet, kostnadsoptimering och produktivitet, vilket har resulterat i att Bolagets största återförsäljare kommer att fokusera mer på EcoRubs produkter och fasa ut den andra leverantören av gummimattor. Därutöver uppger även VD Anders Färnlöf att EcoRub har uppnått ett nytt produktionsrekord i oktober avseende Bolagets tjockaste mattor, där produktionen har ökat med 146 %. Analyst Group anser att den automatiserade produktionen bekräftar Bolagets konkurrenskraft, samtidigt som det bäddar för en fortsatt hög aktivitet under kommande kvartal.

Efter kvartalets utgång meddelade även EcoRub att Bolagets nya anläggning för däckåtervinning i Ånäset är i drift. Anläggningen är ett resultat av det långtgående samarbetet med Svensk Däckåtervinning (SDAB), där EcoRub under Q1-24 meddelade att Bolaget har utökat samarbetsavtalet med SDAB (Svensk Däckåtervinning), där ordervärdet överstiger 60 MSEK under en 10-årsperiod, vilket utgjorde en ökning från tidigare kommunicerade ordervärde om 55 MSEK. Anläggningen förväntas vid full drift ha en kapacitet att ta emot upp till 10 000 ton uttjänta däck, vilket innebär att Bolaget, tillsammans med Bolagets befintliga produktion av återvunna material och produkter i Hökmark, har två produktionsanläggningar i drift och utgör en god position för att bli en betydande aktör i Sverige för återvunna materialflöden. Produktionsanläggningen, tillsammans med det utökade samarbetet med SDAB, där ordervärdet uppgår till 60 MSEK under en 10-årsperiod, estimeras bidra till ett starkt och stabilt kassaflöde för Bolaget under en lång tid framöver.

Med det tredje kvartalet rapporterat fortsätter EcoRub sekventiellt öka intäktsföringen, samtidigt som rapporten även bekräftar en ökad aktivitet och produktionsstakt, vilket sammantaget stärker utsikterna för kommande kvartal. Detta till trots hade Analyst Group en något högre förväntning på nettoomsättningen, men samtidigt ska det tilläggas att branschen är förknippad med långa införsäljningstider, vilket därigenom medför en hög moat när väl ett bolag har blivit materialleverantör i större upphandlingar. EcoRub befinner sig i flertalet materialutvärderingsprojekt, vilka förväntas ha fortlöpt under kvartalet, och givet en positiv utgång i materialutvärderingsprojekten, förväntas dessa projekt ligga till grund för en betydligt ökad volym framgent. Nettoomsättningen LTM uppgår till 11,9 MSEK, vilket kan jämföras med nettoomsättningen per rullande 12 månader vid samma tidpunkt föregående år (Q1-23) om 10,1 MSEK.

EcoRubs nettoomsättning LTM uppgår till 11,9 MSEK.

EcoRubs nettoomsättning per LTM-basis, Q1-22 – Q3-24



Källa: EcoRub och Analyst Groups prognos

Ny anläggning för
däckåtervinning i
Ånäset är i drift

11,9 MSEK
NETTOOMSÄTTNING
LTM

89 %
BRUTTOMARGINAL
UNDER Q3-24

**POSITIVT EBITDA-
RESULTAT UNDER
Q3-24**

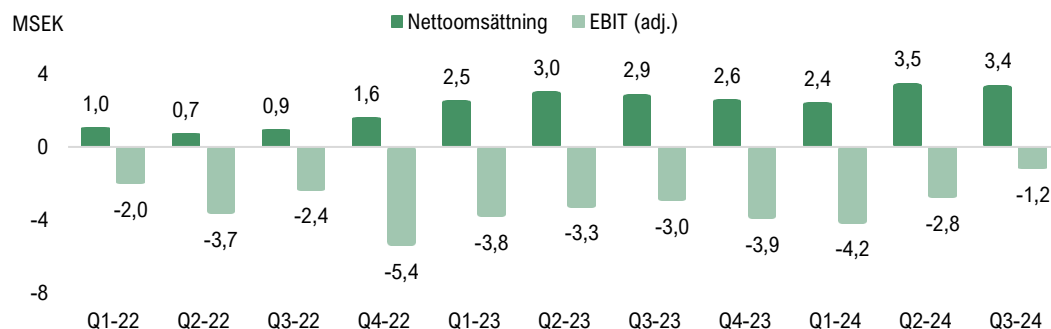
0,4 MSEK
EBITDA-RESULTAT
UNDER Q3-24

Positivt EBITDA-resultat och betydligt förbättrad kostnadskostym

Utöver en omsättningstillväxt Y-Y och en ökad produktionstakt under kvartalet har EcoRub även minskat kostnadsmassan och därigenom uppvisat ett positivt EBITDA-resultat för första gången, där EBITDA-resultatet uppgick till 0,4 MSEK. Genom de strategiska fokuseringar som EcoRub har genomfört under år 2024 har Bolaget uppvisat en god kostnadskontroll, vilket har avsevärt förbättrat rörelseresultatet. Under det tredje kvartalet 2024 uppgick EcoRubs totala rörelsekostnader (inkl. COGS, exkl. avskrivningar) till cirka 3,5 MSEK, vilket motsvarar en minskning om 29 % Y-Y och 28 % Q-Q, samtidigt som det ska tilläggas att Bolaget har uppvisat en stark nettoomsättning, där tillväxten uppgick till 17 % Y-Y. Analyst Group ser positivt på den minskade kostnadsmassan och den betydligt förbättrade kostnadsstrukturen, vilket antas vara ett resultat av det tidigare initierade arbetet med att fokusera verksamheten, där bland annat prishöjningar förväntas ha bidragit till att bruttomarginalen (adj.) uppgick till 89 %, vilket är den högsta uppmätta för ett enskilt kvartal och är betydligt högre än våra estimat. Sett till EBITDA-resultatet, exkluderat för aktiverat arbete och övriga intäkter, uppgick det till -0,1 MSEK (-3,0), vilket avser en förbättring om 95 % Y-Y och 93 % Q-Q. Förbättringarna av rörelseresultatet ska även ses i ljuset av att EcoRub fortsatt är i en expansiv fas, där Bolaget har utökat maskinparken och driver flertalet materialutvärderingsprojekt med potentiella kunder för att möta efterfrågan i marknaden, vilket också är ett kvitto på den operationella förbättring som Bolaget har gjort under år 2024. Sett till rörelseresultatet på EBIT-nivå (adj.) uppgick det till -1,2 MSEK (-3,0) under tredje kvartalet 2024 och motsvarade därmed en förbättring om 59 % Y-Y.

Ökad omsättning och minskad rörelseförlust (EBIT).

EcoRubs nettoomsättning och EBIT (adj.) per kvartal, Q1-22 – Q2-24



Källa: EcoRub och Analyst Groups prognos

Positivt operativt kassaflöde

1,1 MSEK
KASSA VID
UTGÅNGEN AV
Q3-24

Vid utgången av Q3-24 uppgick EcoRubs kassa till cirka 1,1 MSEK, vilket kan jämföras med cirka 2,2 MSEK vid utgången av föregående kvartal (Q2-24) och motsvarar därmed en minskning om cirka 1,1 MSEK. Minskningen härleds till Capex-investeringar under kvartalet. Samtidigt ska det tilläggas att EcoRub har minskat kapitalförbrukningen betydligt under kvartalet och uppvisar ett positivt operativt kassaflöde om 0,2 MSEK, vilket är det första kvartalet EcoRub uppvisar ett positivt operativt kassaflöde och utgör en förbättring om cirka 5 MSEK Y-Y. Det positiva kassaflödet är ett resultat av den strikta kostnadskontrollen, och trots en något ansträngd balansräkning ser Analyst Group positivt på den betydande förbättringen, där Bolaget har uppvisat en historisk genomsnittlig kapitalförbrukning om cirka 0,7 MSEK per månad (exklusive investeringar).

Sammanfattningsvis rapporterar EcoRub ett starkt kvartal där fokuseringen av verksamheten har burit frukt och därigenom stärkt rörelseresultatet samt förbättrat Bolagets position för att bli en betydande aktör inom materialåtervinning i Sverige. EcoRub uppvisade det starkaste kvartalet hittills sett till omsättningen under föregående kvartal, där omsättningen är marginellt lägre under Q3-24. Bolaget uppvisar därmed det starkaste kvartalet sett till rörelseresultatet och kassaflödet. EcoRub uppvisar ett positivt EBITDA-resultat och operativt kassaflöde för första gången, vilket görs samtidigt som Bolaget har utökat produktionskapaciteten och stärkt utsikterna för att nå ett större genombrott med ett avtal med betydligt större volymer. Sammantaget anser Analyst Group att EcoRub har lagt en stark grund för att leverera ett rekordår 2024 samt stärkt Bolagets position för att leverera ett genombrottsår 2025, där strategiskt viktiga samarbetspartners är knutna och materialutvärderingsprojekt närmar sig kommersiella avtal. Därmed besitter EcoRub en god position med materialutvärderingsprojekt och en växande pipeline som har hög potential, vilket sammantaget bäddar för en bredare kommersialisering, samtidigt som EcoRub har bevisat en förmåga att leverera lönsam tillväxt framgent, där Analyst Group betonar lönsamhetspotentialen vid ett större kommersiellt genombrott.

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.

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, vilket bland annat har resulterat i att Bolagets nya anläggning för däckåtervinning i Ånåset är i drift från och med Q4-24. Vidare har EcoRub tecknat ramorderavtal med WGS Wellness Group A/S och Granngården, samt stärkt konkurrenskraften genom helautomatiserade produktion av gummimattor för gym och stall. EcoRub förväntas kunna vinna ytterligare ordrar 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. EcoRub befinner sig i flertalet materialutvärderingsprojekt som förväntas kunna resultera i betydande volymer, samtidigt som dessa upphandlingar är förknippad med långa införsäljningstider, vilket likväl medför en hög moat vid vunnen upphandling.

Prognos och värdering

I ett Base scenario estimeras EcoRub successivt öka omsättningen till ca 80 MSEK (93) år 2026. Baserat på en multipelvärdering, en diskonteringsränta om 13,5 % och en P/S-målmultipel om 2x på år 2026, erhålls ett potentiellt nuvärde per aktie om 0,30 kr (0,37) i ett Base scenario, vilket motsvarar ett bolagsvärde (*Market Cap*) om 116 MSEK.

Trögriklig bransch med höga kapitalbehov

EcoRub verkar i en konservativ bransch, något som medför tydliga utmaningar och kommer därigenom att kräva ytterligare marknadsinsatser, vilket i sig kräver kapital. Beroende på hur försäljningstillskott och hur nya ordrar bidrar till likviditeten utgör EcoRubs finansiella ställning en utmaning fram tills Bolaget har nått större upphandlingar och positivt kassaflöde. Samtidigt betonar vi potentialen vid större kommersiella avtal, som EcoRub kan nå effektivt via materialutvärderingsprojekt som drivs med flertalet bolag. Likväl är det inte osannolikt att Bolaget kan komma att anskaffa externt kapital under kommande tolv månader, för ytterligare tillväxtkapital för att tillvarata på nuvarande tillväxtmöjligheter. Sammanfattningsvis estimerar vi att EcoRub kommer att växla upp Bolagets kommersiella satsning, vilket estimeras driva kostnadsmassan och kommer bidra till en negativ kapitalförbrukning på kort sikt. Å andra sidan estimerar vi att Bolagets kommersiella satsningar, däribland långsiktiga strategiska samarbeten och större kommersiella avtal, kommer resultera i en ökad försäljning på medellång sikt, vilket förväntas bidra till ett positivt kassaflöde framgent.

Ett urval av EcoRubs samarbetspartners



GRANNGÅRDEN



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

Intäktsmodell

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

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

Illustrativ och förenklad bild av EcoRubs intäktsmodell

PRODUKTER

Gjutna Produkter av Gummi

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

Industri & Gruva
Dämpning
Skydd

Transport- & Bilindustri
Skydd
Hållare
Fenders

Golv & Mattor
Industriellt
Arbetsplatser
Utomhus

OPSL
PROFARMA STABLE LINING

Ecokraft

ARBERGO



MATERIAL

Återvunna Plaster — Anpassade för Produktion

EcoTPESuper

TPS – SEBS-baserade TPE-material

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

TPV – EPDM vulkaniserade TPE-material

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

TPRR®

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

EcoAdd

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

Kundcirkularitet®

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

Källa: EcoRub, Analyst Groups illustration

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

Strategiska utsikter

TPRR eller liknande material återvinningsbara 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

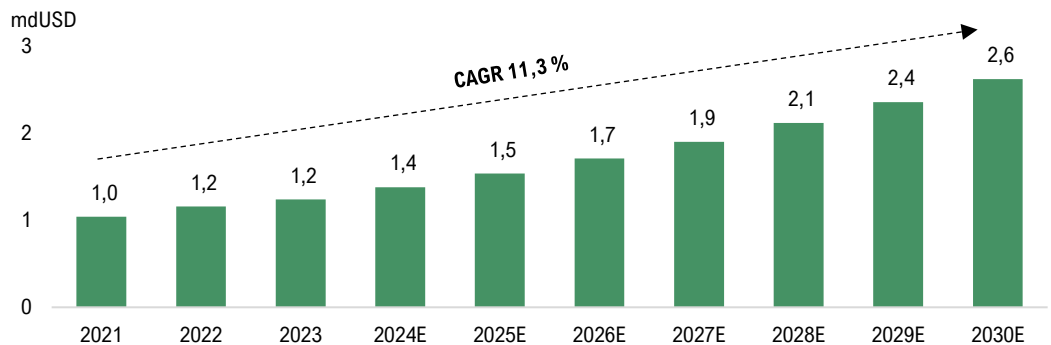
10,9 %
CAGR
MARKNADS
TILLVÄXT

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)

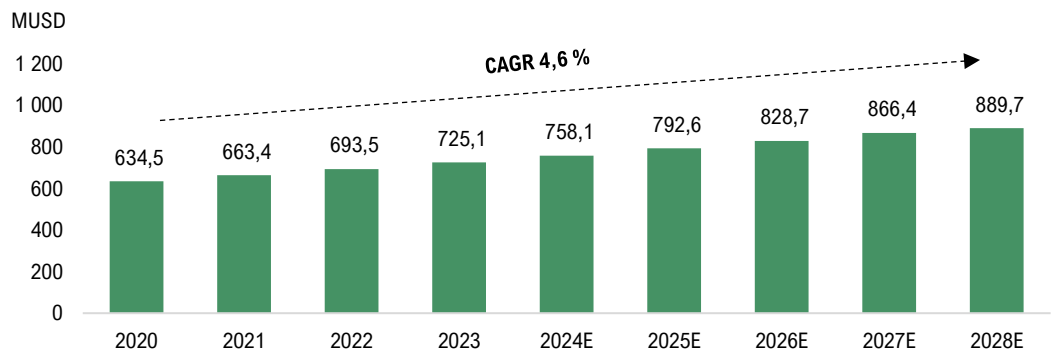
4,6 %
CAGR
MARKNADS
TILLVÄXT

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

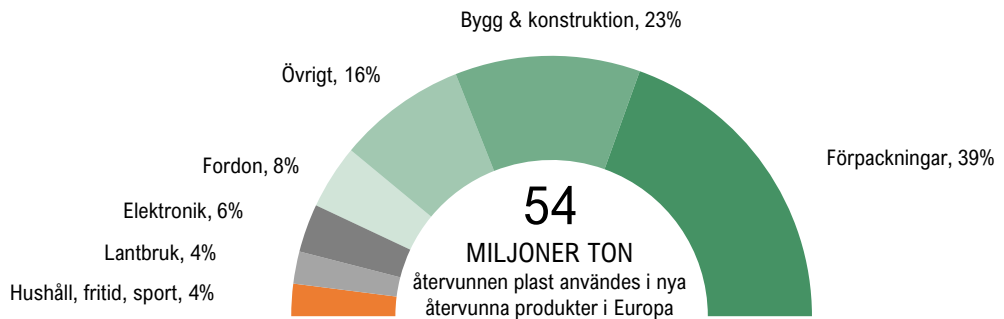
1. EU Rubber Recycling Sector Gaining "Unprecedented Traction" | European Rubber Journal (european-rubber-journal.com)

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 2023, PlasticsEurope 2023. Conversio Market & Strategy GmbH.

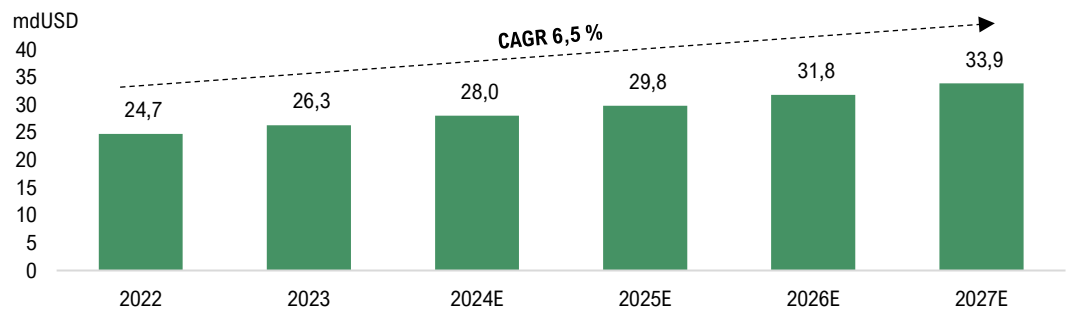
Marknaden för termoplastiska elastomerer (TPE) förväntas vara värd ca 34 mdUSD 2027

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

CAGR 6,5 %
MARKNADEN
FÖR
TPE

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

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



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

EcoRub återvinner plast och gummi och säljer det tillbaka till industrin i cirkulära flöden. Kunderna är stora industrier, fordon- och byggkonstruktionsföretag, och säljcyklerna är långa, liksom kundrelationerna när väl avtal har etablerats. Teknikmässigt har EcoRub kommit en lång bit på vägen med en redan etablerad anläggning i Löfvånger, dock har ännu inga större intäktsgenererande avtal tecknats, vilket Analyst Group estimerar bli en betydande faktor under år 2024 och 2025. Bolaget har under året till exempel tecknat samarbetsavtal med Svensk Däckåtervinning AB till ett värde om drygt 60 MSEK över 10 år, inlett ett samarbete med Granngården, 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 och materialutvärderingsprojekt som potentiellt kan leda till större avtal.

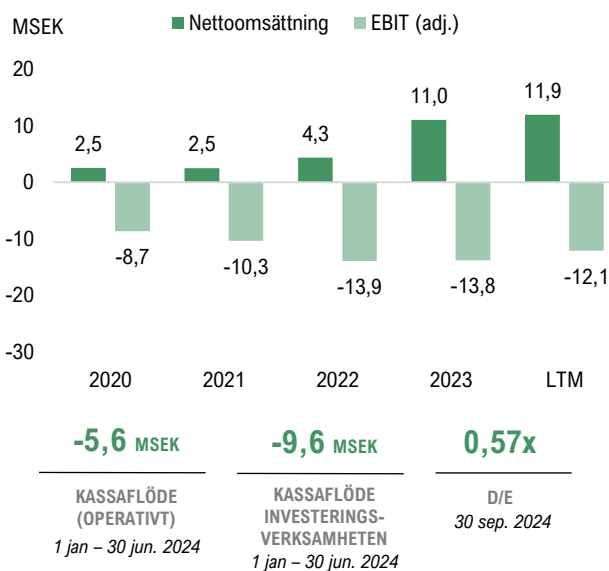
Resultatmässigt har EcoRub kunnat verka med en relativt låg operativ *burn rate*, med låga OPEX. Istället har det varit CAPEX-investeringar hänförliga till anläggningen i Löfvånger samt immateriella rättigheter som varit drivande, vilket kan ses i Bolagets balansomslutning och tillika kassaflödet från 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 Löfvånger, 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 Q2-24 hade EcoRub ett rörelsekapital om ca 7,1 MSEK, varav 1,1 MSEK utgjordes av likvida medel. Det ska dock tilläggas att ca 3,9 MSEK är kapital som är bundet till varulagret vilket medför att den finansiella ställningen är utsatt för försäljningsrisk på kort sikt. EcoRub har dessutom under Q2-24 stärkt kassan med 4,9 MSEK före emissionskostnader om 0,1 MSEK genom teckningsoptioner av serie TO6. Bolagets totala långfristiga skulderna uppgick till 34,2 MSEK vid utgången av Q3-24, vilket motsvarar en minskning om 0,5 MSEK i jämförelse med utgången av Q2-24. Under det första halvåret 2024 uppgick det operativa kassaflödet till -5,6 MSEK, varpå Analyst Group beräknar att det operativa kassaflödet uppgick till -0,5 MSEK under Q3-24. Analyst Group antar en genomsnittlig kapitalförbrukning om cirka -0,7 MSEK per månad, exklusive CAPEX-investering, hittills under år 2024, och givet senast rapporterade rörelsekapital om 7,1 MSEK, vilket inkluderar kassan om 1,1 MSEK, estimeras EcoRub vara finansierade fram tills inledningen av år 2025, allt annat lika. Vidare, eftersom Bolaget ännu inte är lönsamt och har långfristiga skulder om cirka 34 MSEK, skapar det en relativt hög finansiell risk, där det blir viktigt att bevaka EcoRubs försäljningsutveckling och likviditet för att kunna avgöra huruvida en extern kapitalanskaffning kan bli aktuell i närtid. Givet att 3,9 MSEK av rörelsekapitalet är bundet i varulagret ökar risken för ytterligare en extern kapitalanskaffning inom de kommande tolv månaderna.

7,1 MSEK
RÖRELSE-
KAPITAL
VID UTGÅNGEN
AV Q3-24

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, samt Bolagets nya anläggning i Ånåset vilken togs i drift under slutet av år 2024 avseende däckåtervinning. I ett Base scenario antas dock en konservativ ansats där gjorda estimat utgår från anläggningen i Lövånger, vilket således lämnar utrymme för eventuellt 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 konjunktur, investeringsvilja i branschen, och/eller energipriserna som har senaste åren 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 inom olika branscher, där bl.a. ett initialt orderavtal med Granngården gällande leverans av PSL hästmattor, till ett värde om ca 2 MSEK. Ett annat är ett samarbete med tysk-kinesiska KraussMaffei avseende utveckling av hållbara och kostnadseffektiva material för 3D-printing där KraussMaffei, vilka omsätter över 10 mdSEK årligen, vilket har genererat mindre initiala återkommande ordrar hittills under år 2024. Vidare har EcoRub samarbetsavtal med Svensk Däckåtervinning AB till ett värde om drygt 60 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 Proforma 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.

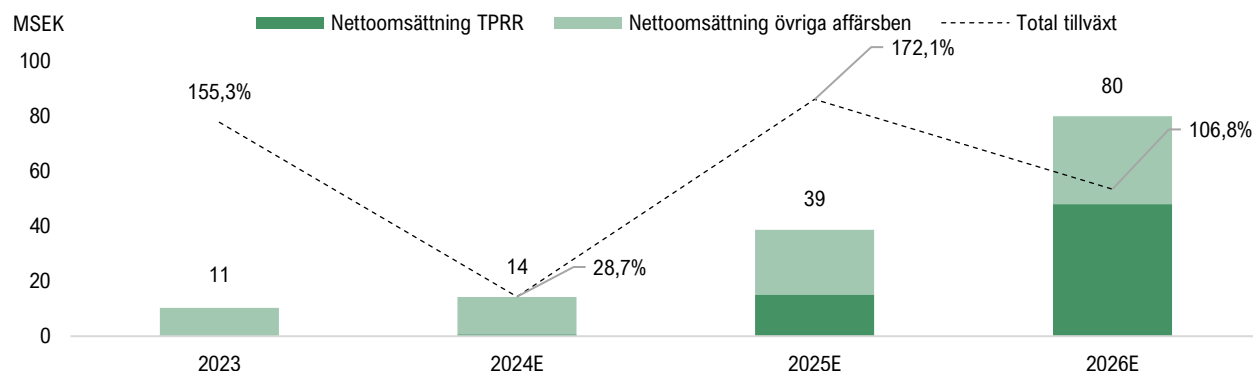
Dessa avtal anses vara ett *Proof of Concept* i den bemärkelsen att EcoRub har lyckats att bevisa produkternas diversifierade egenskap. Inte minst avtalet med WGS Wellness Group är intressant då det öppnar upp för en ny marknad med substantiell potential. Samtidigt driver EcoRub flertalet materialutvärderingsprojekt med kunder på både den nordiska och europeiska marknaden, däribland Volkswagengruppen i Tjeckien, vilket kan leda till större kommersiella avtal, med större volymer över längre tid, men där det ska tilläggas är förknippade med relativt långa införsäljningstider. För att nuvarande affärsstrategi ska lyckas är det dock avgörande att EcoRub är fortsatt framgångsrika i kommersialiseringen och lyckas erhålla större avtal med kunder 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

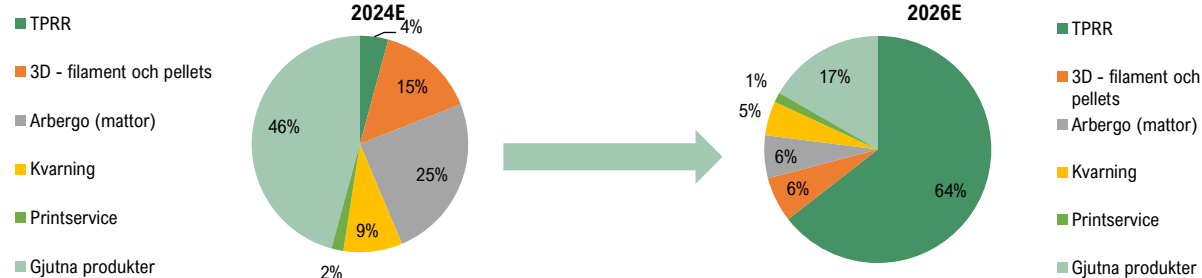


Analyst Groups prognos

Estimat TPRR	2023 ¹	2024E	2025E	2026E
Försäljningsvolym (antal ton/år)	3	20	500	1 600
Försäljningspris (SEK/kg)	30	30	30	30
Nettoomsättning TPRR (MSEK)	n.a.	0,6	15,0	48,0
Tillväxt (% YOY)	n.a.	n.a.	216%	187%
Estimat övriga affärsben (MSEK)	2023 ¹	2024E	2025E	2026E
3D - filament och pellets	2,0	2,1	2,6	4,3
Arbergo	2,5	3,5	5,0	7,0
Kvarning	1,0	1,3	2,0	2,8
Printservice	0,3	0,3	0,9	1,4
Gjutna produkter	4,5	6,5	13,1	16,4
Nettoomsättning övriga affärsben	11,3	13,6	23,6	31,9
Tillväxt (% YOY)	113,5%	62,0%	70,1%	23,6%

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

Estimerad intäktsmix av de olika affärsbenen 2024E och 2026E



Analyst Groups prognos

HÖGRE ESTIMERADE BRUTTO MARGINAL

Bruttokostnader

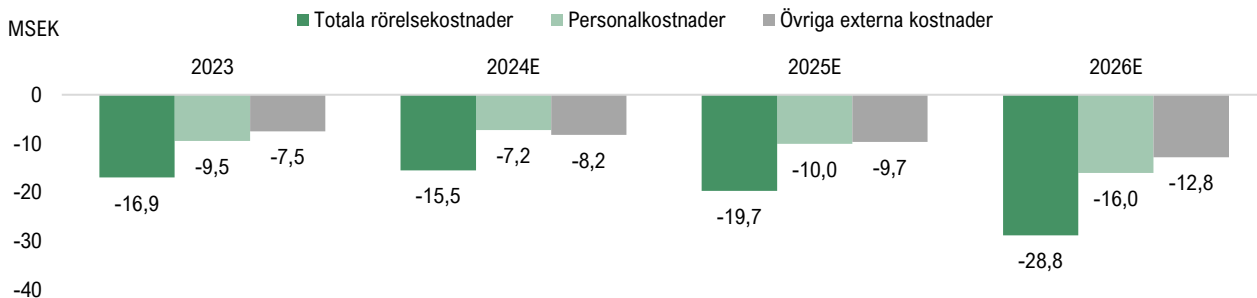
EcoRubs affärsmodell utgår från att inhämta förbrukat gummi samt plast och återvinna det genom att avlägsna kontaminerade kemikalier, vilket ger upphov till en form av tillverkningskostnad för Bolaget. Precis som med prissättningen beror bruttokostnaden för återvinning och tillverkning på många faktorer, inklusive graden av återvunnet material, effektivitet, och produktmix. Under år 2024 har EcoRub genomfört en strategiska fokusering av verksamheten, vilket bland annat har inkluderat prishöjningar, som har resulterat i en bruttomarginal närmare 80 %, där en högre prisbild och förbättrad productmix ligger till grund för att Analyst Group prognostiserar en bruttomarginal över EcoRubs historiska snitt om ca 50 %, där en bruttomarginal om 61 % antas i slutet av perioden, vilket dessutom är högre än vad processindustrier brukar ha. Analyst Group estimerar därmed en stigande bruttomarginal under prognosperioden, där vi prognostiserar en bruttomarginal om 59 % under år 2024. Detta underbyggs även av att EcoRub avser att positionera Bolagets 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 trögörlighet 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 miljötillstånd 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

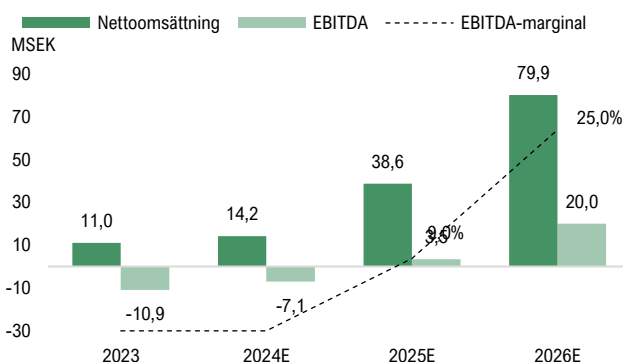
Följande är en sammanställning av Analyst Groups estimat för EcoRub.

Finansiell prognos, Base scenario

Prognos (base), MSEK	2023	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	11,0	14,2	38,6	79,9
COGS	-5,0	-5,8	-15,5	-31,2
Bruttoresultat (adj.)¹	6,0	8,4	23,2	48,7
Bruttomarginal (adj.) ¹	54,8%	59,0%	60,0%	61,0%
Övriga externa kostnader	-7,5	-8,2	-9,7	-12,8
Personalkostnader	-9,5	-7,2	-10,0	-16,0
EBITDA (adj.)¹	-10,9	-7,1	3,5	20,0
EBITDA-marginal (adj.) ¹	neg.	neg.	9,0%	25,0%

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 1,0x (medelvärde).

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	61,9	42,2	104,1	0,4x	250,0	308,0	314,0	0,3x	0,2x	23%
Ecoclimate	92,5	-25,7	66,8	-0,4x	241,2	314,0	266,0	0,3x	0,3x	30%
Kollect on Demand	161,0	-5,8	155,2	0,0x	64,9	86,1	94,9	1,6x	1,7x	33%
Polyplank	20,5	11,8	32,3	0,4x	34,3	30,8	24,5	1,3x	0,8x	-10%
NFO Drives	103,5	-11,2	92,3	-0,1x	42,5	47,0	44,3	2,1x	2,3x	11%
Recycotec	2,6	6,5	9,1	0,7x	15,0	14,5	15,0	0,6x	0,2x	-3%
ECOMB	11,5	0,4	11,9	0,0x	6,0	5,1	6,8	1,7x	1,7x	-15%
Högsta	161,0	42,2	155,2	0,7x	250,0	314,0	314,0	2,1x	2,3x	33%
75e percentilen	98,0	9,2	98,2	0,4x	153,1	197,1	180,5	1,7x	1,7x	27%
Medelvärde	64,8	2,6	67,4	0,1x	93,4	115,1	109,4	1,1x	1,0x	10%
Median	61,9	0,4	66,8	0,0x	42,5	47,0	44,3	1,3x	0,8x	11%
25e percentilen	16,0	-8,5	22,1	-0,1x	24,6	22,7	19,8	0,5x	0,3x	-7%
Lägsta	2,6	-25,7	9,1	-0,4x	6,0	5,1	6,8	0,3x	0,2x	-15%
Ecorub	51,9	33,1	85,0	0,6x	4,3	11,0	11,9	7,1x	4,4x	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, men EcoRub estimeras inte ha uppnå en normaliserad lönsamhetsnivå, varför en försäljningsmultipl är mer rättvisande idag. Vid en analys av jämförelsebolagen konstateras en genomsnittlig omsättningstillväxt om 10 % baserat LTM på årsbasis (Y-Y), medan EcoRub uppvisat en tillväxt om 18 % på LTM-basis vid Q3-24 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 en målmultipl om P/S 2x 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 2x, applicerad på 2026 års nettoomsättning om ca 80 MSEK, erhålls ett Market Cap om ca 160 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 Q3-24 hade räntebärande skulder om ca 34 MSEK. Detta utgör en risk som, i vår mening, är viktig att beakta. Utifrån en P/S-multipl om 2x, prognostiserad försäljning om ca 80 MSEK år 2026, samt en diskonteringsränta om 13,5 %, erhålls ett potentiellt nuvärde per aktie om 0,3 kr, vilket motsvarar ett nuvärde om ca 116 MSEK i termer av Market Cap.

0,3 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	1x	2x	3x	4x
WACC	9,5%	0,08	0,16	0,33	0,49	0,65
	11,5%	0,08	0,16	0,31	0,47	0,62
	13,5%	0,07	0,15	0,30	0,45	0,60
	15,5%	0,07	0,14	0,29	0,43	0,57
	17,5%	0,07	0,14	0,27	0,41	0,55

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 3,5x på 2026 års nettoomsättning om ca 116 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

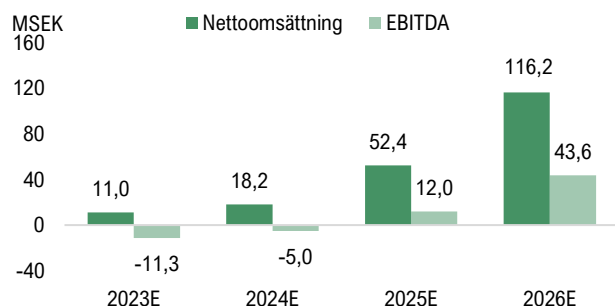
Följande är ett urval av potentiella scenarion i ett Bear scenario:

- 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 1x på 2026 års prognostiserade försäljning om ca 45 MSEK, motiveras ett nuvärde per aktie om 0,1 kr i ett Bear scenario.

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

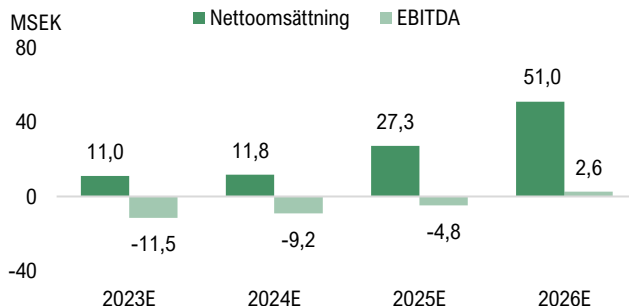
Prognos Bull scenario, åren 2023-2026E



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

Kristina Karlsson, f. 1971. Styrelseledamot, invald 2024.

Kristina Karlsson har gedigen erfarenhet som CFO och bred kunskap inom Corporate Governance i noterad miljö. Kristina har varit aktiv i börsnotering, finansiering, kapitalanskaffning och som styrelsesekreterare i bolag noterat på Nasdaq Mid Cap. Hennes erfarenheter sträcker sig även internationellt via Nordstjernans dotterbolag och hon har dessutom väl dokumenterade erfarenheter från branschen när det kommer till formsprutning och platsproduktion.

Aktieinnehav: 0 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

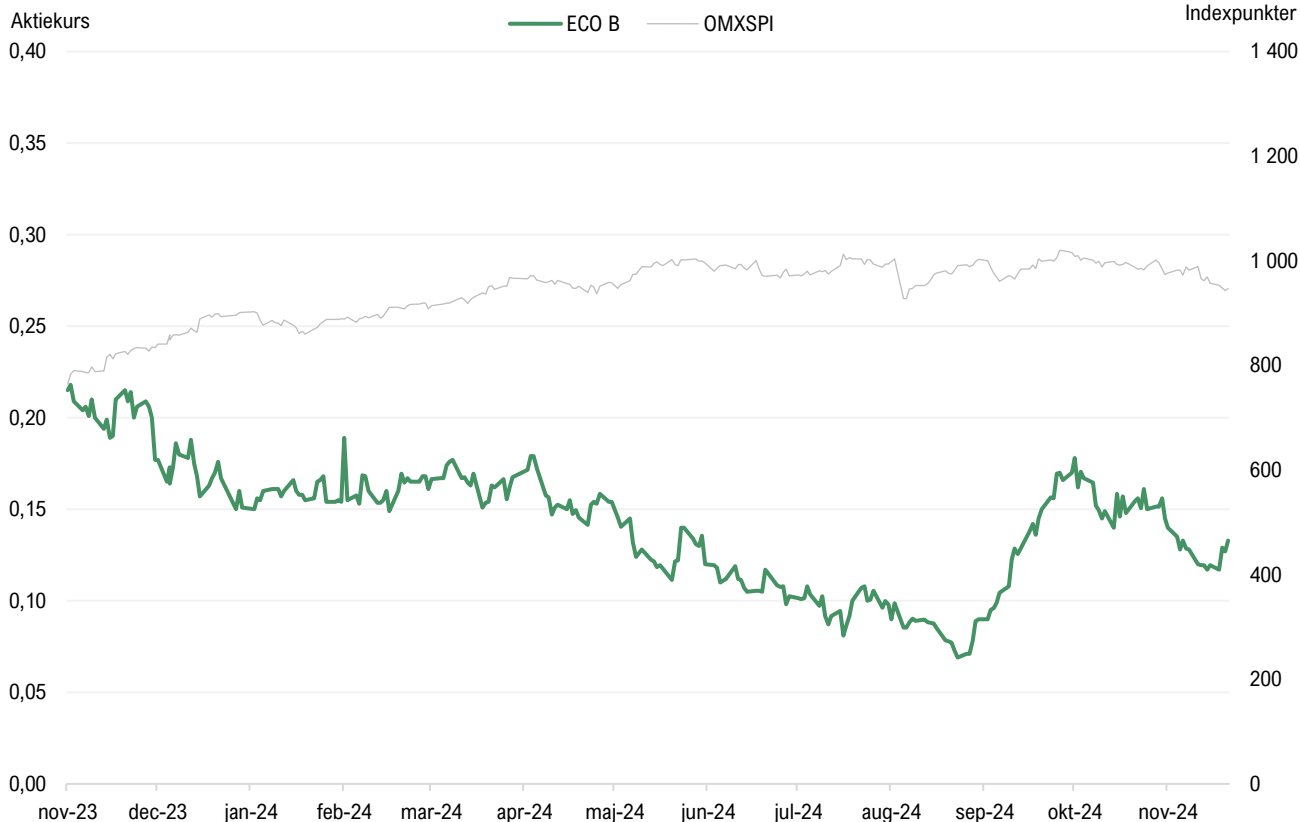
**Johan Gralén, f. 1964. Styrelseledamot, invald 2024.**

Johan Gralén har en genuin kunskap från både gummi- och plastindustrin efter 10 år inom Trelleborgskoncernen samt 15 år med plastkomposit. Johan har under dessa år i B2B - industrins tjänst haft ansvar för att driva flera ambitiösa tillväxtstrategier och för att etablera ett antal nya dotterbolag, inklusive rekrytering och uppbyggnad av framgångsrika team. Johans erfarenhet av att bygga och implementera nödvändiga strategier, processer och organisationer för att nå satta mål i kombination med hans djupa förståelse för försäljnings-, strategi-, ekonomi- och tillverkningsfunktionerna gör att vi ser honom som en stor tillgång till Ecorubs fortsatta tillväxtsresa.

Aktieinnehav: 500 000 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	14,2	38,6	79,9
Övriga rörelseintäkter	0,7	1,9	1,7	3,4	3,6	1,0	0,0	0,0
Totala intäkter	3,5	4,5	4,2	7,7	14,6	15,2	38,6	79,9
Råvaror och förnödenheter	-0,6	-1,1	-1,3	-2,9	-5,0	-5,8	-15,5	-31,2
Bruttoresultat (adj.)¹	2,3	1,5	1,2	1,4	6,0	8,4	23,2	48,7
Bruttomarginal (adj.) ¹	79,0%	57,6%	46,2%	32,6%	54,8%	59,0%	60,0%	61,0%
Övriga externa kostnader	-3,0	-3,3	-4,4	-6,3	-7,5	-8,2	-9,7	-12,8
Personalkostnader	-5,9	-5,7	-6,2	-7,5	-9,5	-7,2	-10,0	-16,0
EBITDA (adj.)¹	-6,6	-7,5	-9,5	-12,4	-10,9	-7,1	3,5	20,0
EBITDA-marginal (adj.) ¹	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	9,0%	25,0%
Av- och nedskrivningar	-1,1	-1,1	-0,9	-1,5	-2,9	-4,4	-4,6	-4,8
EBIT (adj.)¹	-7,7	-8,7	-10,3	-13,9	-13,8	-11,5	-1,2	15,2
EBIT-marginal (adj.) ¹	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	19,0%
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	-0,3	0,0	0,0
EBT (adj.)¹	-8,2	-9,0	-11,6	-14,4	-14,0	-11,8	-1,2	15,2
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-3,1
Periodens resultat (adj.)¹	-8,2	-9,0	-11,6	-14,4	-14,0	-11,8	-1,2	12,1
Nettomarginal (adj.) ¹	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	15,1%
Nyckeltal	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
P/S	18,1x	20,5x	20,8x	12,0x	4,7x	3,7x	1,3x	0,6x
EV/S	29,7x	33,6x	34,0x	19,7x	7,7x	6,0x	2,2x	1,1x
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	24,5x	4,3x

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	18,2	52,4	116,2
Övriga rörelseintäkter	0,7	1,9	1,7	3,4	3,6	1,0	0,0	0,0
Totala intäkter	3,5	4,5	4,2	7,7	12,9	19,2	52,4	116,2
Råvaror och förnödenheter	-0,6	-1,1	-1,3	-2,9	-5,0	-7,0	-19,6	-42,4
Bruttoresultat (adj.)¹	2,3	1,5	1,2	1,4	6,0	11,2	32,7	73,8
Bruttomarginal (adj.) ¹	79,0%	57,6%	46,2%	32,6%	54,8%	61,5%	62,5%	63,5%
Övriga externa kostnader	-3,0	-3,3	-4,4	-6,3	-7,5	-8,6	-10,1	-13,4
Personalkostnader	-5,9	-5,7	-6,2	-7,5	-9,5	-7,6	-10,5	-16,8
EBITDA (adj.)¹	-6,6	-7,5	-9,5	-12,4	-10,9	-5,0	12,0	43,6
EBITDA-marginal (adj.) ¹	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	23,0%	37,5%
Av- och nedskrivningar	-1,1	-1,1	-0,9	-1,5	-2,9	-4,4	-4,9	-5,0
EBIT (adj.)¹	-7,7	-8,7	-10,3	-13,9	-13,8	-9,4	7,2	38,5
EBIT-marginal (adj.) ¹	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	13,7%	33,2%
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	-0,3	0,0	0,0
EBT (adj.)¹	-8,2	-9,0	-11,6	-14,4	-14,0	-9,7	7,2	38,5
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,5	-7,9
Periodens resultat (adj.)¹	-8,2	-9,0	-11,6	-14,4	-14,0	-9,7	5,7	30,6
Nettomarginal (adj.) ¹	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	10,9%	26,3%

Nyckeltal	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
P/S	18,1x	20,5x	20,8x	11,1x	4,7x	2,8x	1,0x	0,4x
EV/S	29,7x	33,6x	34,0x	18,1x	7,7x	4,7x	1,6x	0,7x
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	7,1x	2,0x

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	11,8	27,3	51,0
Övriga rörelseintäkter	0,7	1,9	1,7	3,4	3,6	1,0	0,0	0,0
Totala intäkter	3,5	4,5	4,2	7,7	12,9	12,8	27,3	51,0
Råvaror och förnödenheter	-0,6	-1,1	-1,3	-2,9	-5,0	-5,5	-12,4	-22,7
Bruttoresultat (adj.)¹	2,3	1,5	1,2	1,4	6,0	6,3	14,9	28,3
Bruttomarginal (adj.) ¹	79,0%	57,6%	46,2%	32,6%	54,8%	53,5%	54,5%	55,5%
Övriga externa kostnader	-3,0	-3,3	-4,4	-6,3	-7,5	-8,2	-9,7	-11,8
Personalkostnader	-5,9	-5,7	-6,2	-7,5	-9,5	-7,2	-10,0	-14,0
EBITDA (adj.)¹	-6,6	-7,5	-9,5	-12,4	-10,9	-9,2	-4,8	2,6
EBITDA-marginal (adj.) ¹	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	5,0%
Av- och nedskrivningar	-1,1	-1,1	-0,9	-1,5	-2,9	-4,4	-4,6	-4,8
EBIT (adj.)¹	-7,7	-8,7	-10,3	-13,9	-13,8	-13,6	-9,5	-2,2
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	-0,3	0,0	0,0
EBT (adj.)¹	-8,2	-9,0	-11,6	-14,4	-14,0	-13,9	-9,5	-2,2
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-3,1
Periodens resultat (adj.)¹	-8,2	-9,0	-11,6	-14,4	-14,0	-13,9	-9,5	-5,4
Nettomarginal (adj.) ¹	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.

Nyckeltal	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
P/S	18,1x	20,5x	20,8x	15,6x	4,7x	4,4x	1,9x	1,0x
EV/S	29,7x	33,6x	34,0x	25,6x	7,7x	7,2x	3,1x	1,7x
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	33,2x

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.