

Inleder året med ökad försäljning och hög affärsaktivitet

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 tog under år 2024 fortsatta steg mot att nå kommersiella avtal genom bland annat materialutvärderingsprojekt, internationella distributionsavtal och utökad produktionskapacitet. Baserat på befintliga avtal och estimerade ordrar med större efterfrågade volymer från befintliga och nya kunder från och med år 2025, prognostiseras en successivt stigande nettoomsättning, för att år 2027 nå 74 MSEK. Givet Analyst Groups antagna prognoser, en P/S-målmultiplikator om 2,0x, och en diskonteringsränta om 13,5 % härleds ett potentiellt nuvärde per aktie idag om 0,2 kr i ett Base scenario.¹

Omsättningsrekord under första kvartalet 2025

EcoRubs nettoomsättning uppgick till 3,9 MSEK (2,4) under första kvartalet år 2025, vilket motsvarade en tillväxt om 61 % Y-Y och 60 % Q-Q. Omsättningen är EcoRubs högsta uppmätta för ett enskilt kvartal, där omsättningsökningen tillskrivs ökade producerade och levererade volymer, i synnerhet genom ökad försäljning av häst- och gymmattor. Bolaget har efter kvartalets utgång etablerat ett nytt strategiskt samarbete med Taro Plast inom affärsområdet Polymer, en av Europas största producenter av plast och polymer, vilket förväntas bredda produktportföljen och stärka konkurrenskraften. Därutöver har EcoRub fortsatt stärkt position inom häst- och gymmattor genom ett samarbete med Kellfri, en av norra Europas ledande aktörer inom jordbruk, djurhållning och skogsbruk, samt genom en uppföljningsorder från Vartex .

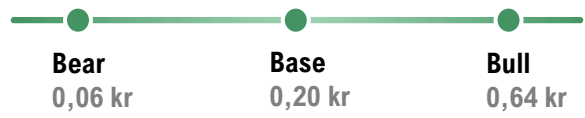
Stark bruttomarginal och god kostnadskontroll

Under första kvartalet uppvisade EcoRub en stark bruttomarginal (adj.) om 70 %, vilket förväntas vara ett resultat av strategiska fokuseringar av organisationen genom ökade automatiseringar i produktionen och genomförda prishöjningar. Detta arbete ligger även till grund för god kostnadskontroll under kvartalet och innebar att EBITDA-resultatet, exklusive aktiverat arbete och övriga intäkter, förbättrades med 40 % Y-Y och 51 % Q-Q. EBITDA-resultatet uppgick till -2 MSEK (-3,4) under Q1-25, medan EBIT-resultatet justerat uppgick till -3,1 MSEK (-4,2), vilket motsvarar en förbättring om 25 % Y-Y.

Stärkt kassa efter kvartalets utgång

EcoRub har efter kvartalets utgång stärkt kassan genom en företrädesemission som tecknades till 100 %. Sammantaget tecknades cirka 61 % av emissionen genom teckningsrätter och cirka 6 % utan teckningsrätter, motsvarande cirka 6,9 MSEK. Därutöver tecknades resterande del, cirka 34 %, av Bolagets huvudägare Svante Larsson. Emissionskostnaderna har därmed hållits låga, vilka uppgår till cirka 0,5 MSEK och innebär att EcoRub erhåller en nettolikvid om 9,9 MSEK. Nettolikviden från emissionen estimeras stärka Bolagets balansräkning och skapa möjligheter för EcoRub att ta nästa steg i Bolagets kommersialisering och uppskalning, där Bolaget arbetar aktivt för att bredda produktportföljen och stärka affärsmöjligheterna.

VÄRDERINGSINTERVALL



NYCKELDATA

Senast betalt (2025-05-27)	0,09
Antal Aktier (st.)	520 534 561
Market Cap (MSEK)	44,7
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	25,9
Enterprise Value (MSEK)	70,6
Lista	Spotlight Stock Market
Kvartalsrapport 2 2025	2025-08-29

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	2024	2025E	2026E	2027E
Nettoomsättning	11,0	11,8	20,6	46,8	73,9
Bruttokostnader	-5,0	-3,3	-8,7	-18,5	-28,1
Bruttoresultat (adj.)	6,0	8,5	12,0	28,3	45,8
Bruttomarginal (adj.)	54,8%	72,0%	58,0%	60,5%	62,0%
Rörelsekostnader	-16,9	-16,9	-15,4	-21,5	-29,2
EBITDA (adj.)	-10,9	-8,5	-3,4	6,8	16,6
EBITDA-marginal (adj.)	neg.	neg.	neg.	14,5%	22,5%
P/S	4,0x	3,8x	2,2x	1,0x	0,6x
EV/S	6,4x	6,0x	3,4x	1,5x	1,0x
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	10,4x	4,2x

adj. = justerat för aktiverat arbete och övriga rörelseintäkter
¹Företrädesemission slutfördes under maj månad och analysen tar utfallet i företrädesemissionen i beaktning, vilket ökar antalet aktier med cirka 33 %.

Innehållsförteckning

Investeringsidé	3
Kommentar Q1-25	4-6
Bolagsbeskrivning	7
Marknadsanalys	8-9
Finansiell prognos	10-13
Värdering	14
Bull & Bear scenario	15
Ledning & Styrelse	16-17
Appendix	18-19
Disclaimer	20

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.

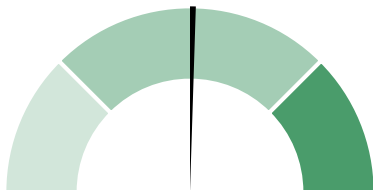
VD OCH ORDFÖRANDE

Verkställande Direktör	Johan Westin
Styrelseordförande	Anders Färnlöf

ANALYTIKER

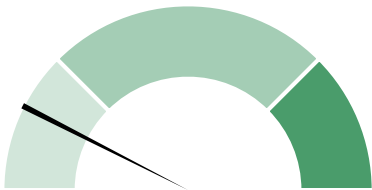
Namn	David Rimbe
Telefon	+46 703 36 33 84
E-mail	david.rimbe@analystgroup.se

Värde drivare



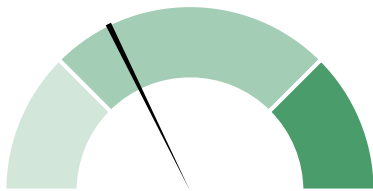
EcoRub har en redan etablerad anläggning på plats med kapacitet att producera ett (1) ton per timme, vilket gör den till Europas största produktionsanläggning för TPRR-material. Med den etablerade anläggningen i Lövånger på plats är fokus riktat mot säljaktiviteter, marknadsföring och kvalitetssäkring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



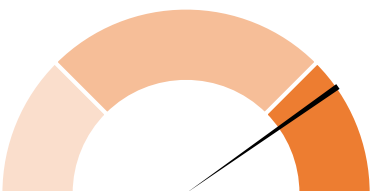
EcoRub har under de senaste åren arbetat intensivt med att utveckla och färdigställa sin första anläggning som är uppförd i Lövånger i Västerbotten, Sverige. Den nuvarande försäljningen är relativt blygsam, varför rådande rörelsekostnader ger upphov till ett negativt resultat. Det operativa kassaflödet 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 januari månad 2025 utsågs och tillträdde Johan Westin rollen som EcoRubs nya VD, vilket innebar att Anders Färnlöf, tidigare tf. VD, återgick till tidigare roll som styrelseordförande. Johan har en erfarenheter som entreprenör, vd och managementkonsult. 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, vilken vi bedömer som hög, trots genomförd företrädesemission, då EcoRub har historiskt finansierat verksamheten via externa kapitalanskaffningar.

34 mdUSD
MARKNADS
VÄRDE
ÅR 2027

Adresserar globala marknader med stor potential

EcoRubs största marknad, marknaden för TPE prognostiseras växa med en årlig tillväxt (CAGR) om 6,5 %, för att nå ett estimerat marknadsvärde om ca 34 mdUSD år 2027. 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 tätningsslösningar 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. Detta har bl.a. resulterat i att Bolagets nya anläggning för däckåtervinning i Ånåset är i full drift sedan slutet av år 2024. Därutöver har EcoRub stärkt konkurrenskraften genom helautomatiserad produktion av gummimattor för gym och stall, vilket är ett affärsområde som har visat på ökad affärs-aktivitet under inledningen av år 2025, där EcoRub har bland annat erhållit en uppföljningsorder via Vartex och tecknat ett samarbete med Taro Plast och Kellfri. Samtidigt 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 potentiellt kan resultera i betydande volymer, samtidigt som dessa upphandlingar är förknippade med långa införsäljningstider, men medför en hög moat.

Base scenario

Market Cap	Aktiekurs
104 MSEK	= 0,2 SEK

Summering av prognos och värdering

EcoRub tillförs en nettolikvid om 9,9 MSEK från företrädesemissionen som fullteknades och innebär att antalet aktier ökar med 33 % efter kvartalets utgång. I ett Base scenario estimeras EcoRub successivt öka omsättningen genom större volymavtal för att år 2027 uppgå till cirka 74 MSEK. Baserat på en multipelvärdering, en diskonteringsränta om 13,5 % och en P/S-målmultipel om 2x på år 2027, erhålls ett potentiellt nuvärde per aktie om 0,2 kr (0,26) i ett Base scenario, vilket motsvarar ett potentiellt bolagsvärde (Market Cap) om 104 MSEK (101).¹

Trögrörlig 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. EcoRub genomförde under Q2-25 en företrädesemission som tecknades till 100 % och inbringa en nettolikvid om 9,9 MSEK, vilket innebär en minskad finansiell risk i närtid. Analyst Group estimerar att EcoRub växlar upp Bolagets kommersiella satsning, vilket förväntas driva kostnadsmassan och fortsatt medföra en negativ kapitalförbrukning på kort sikt. Å andra sidan estimeras att Bolagets kommersiella satsningar, däribland långsiktiga strategiska samarbeten och större kommersiella avtal, resulterar i en ökad försäljning på medellång sikt, vilket förväntas bidra till ett positivt kassaflöde framgent.

Ett urval av EcoRubs samarbetspartners



GRANNGÅRDEN



Kellfri



KRAUSSMAFFEI

¹Företrädesemission slutfördes under maj månad och analysen tar utfallet i företrädesemissionen i beaktning.

OMSÄTTNINGS- REKORD PER KVARTALSBASIS

3,9 MSEK
NETTOOMSÄTTNING
UNDER Q1-25

Omsättningstillväxt under helåret 2024

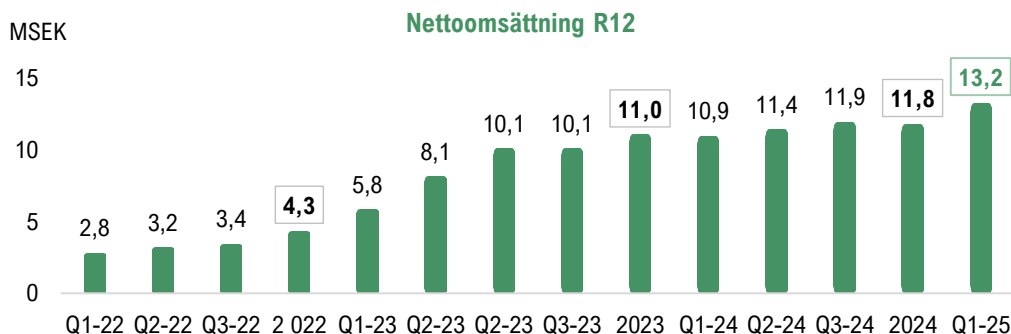
Under det första kvartalet år 2025 uppgick EcoRubs nettoomsättning till 3,9 MSEK (2,4), vilket motsvarar en tillväxt om 61,4 % Y-Y och 60 % Q-Q. Nettoomsättningen för kvartalet är den högsta i uppmätta nettoomsättningen för ett enskilt kvartal till dags dato, där omsättningstillväxten i synnerhet förklaras av en ökad försäljning av EcoRubs gjutna produkter avseende häst- och gymmattor. Under kvartalet erhöll EcoRub bland annat en order från Granngården avseende mattor för stallboxar med ett ordervärde om 1,3 MSEK, vilken har levererats och intäktsförts under kvartalet. Därutöver antas intäkterna under kvartalet härledas till omsättning från Bolagets arbetsmattor, Bolagets återvunna plaster samt det långsiktiga avtalet med SDAB. Sammantaget visar EcoRub upp en stark inledning av år 2025, vilket tyder på en hög affärsaktivitet och stark produktionskapacitet, där omsättning under kvartalet överstiger våra förväntningar.

EcoRubs VD, Johan Westin, som tillträdde under kvartalet, uppger i delårsrapporten att Bolaget kraftigt har ökat orderingången, i synnerhet härlett till affärsområdet för gjutna produkter, där det dock ska tilläggas att Bolaget inte rapporterar vad orderingången eller orderstocken de facto uppgår till. Därutöver har Bolaget etablerat nya samarbeten, bland annat inom affärsområdet Polymer med en stor europeisk partner och leverantör av polymer, vilket förväntas bredda produktportföljen, den adresserbara marknaden och förväntas även stärka konkurrenskraften genom förbättrade möjligheter prismässigt. Framgent ser Analyst Group att möjligheterna för EcoRub att leverera en hög tillväxt under kommande år som goda, dels till följd av Bolagets etablerade samarbeten och materialutvärderingsprojekt, vilket förväntas ligga till grund för ökade volymer och följaktligen försäljning. Nettoomsättningen LTM uppgår till 13,2 MSEK, vilket kan jämföras med nettoomsättning per rullande 12 månader vid samma tidpunkt föregående år (Q1-24) om 10,9 MSEK eller helåret år 2024 om 11,8 MSEK.

EcoRubs nettoomsättning LTM uppgick till 13,2 MSEK.

EcoRubs nettoomsättning per LTM-basis, Q1-22 – Q1-25

13,2 MSEK
NETTOOMSÄTTNING
LTM



Källa: EcoRub och Analyst Groups prognos

Stark bruttomarginal under Q1-25

70 %
BRUTTOMARGINAL
UNDER Q1-25

EcoRub uppvisar även ett starkt bruttoresultat under Q1-25, vilket uppgick till 3,3 MSEK – justerat för förändringar av lager, aktiverat arbete och övriga rörelseintäkter uppgick bruttoresultatet till 2,3 MSEK, vilket motsvarar en bruttomarginal (adj.) om 70 % och kan jämföras med 45 % under motsvarande period föregående år eller 63 % under föregående kvartal (Q4-24). Bruttomarginalsförbättringen estimeras vara ett resultat av de initierade arbetena så genomfördes under år 2024, däribland automatisering i produktionen och genomförda prishöjningar, vilket Analyst Group ser positivt på.

Förbättrar rörelseresultat – EBITDA (adj.) om -2 MSEK

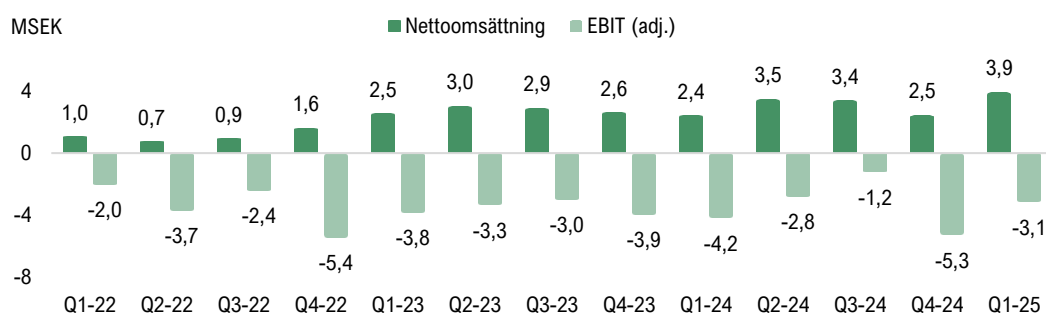
För det första kvartalet år 2025 uppgick EBITDA-resultatet (exklusive aktiverat arbete och övriga intäkter) till -2 MSEK (-3,4) och kan även jämföras mot föregående kvartal om -4,1 MSEK, vilket utgör en betydlig förbättring både Y-Y och Q-Q. Det justerade EBITDA-resultatet förbättras med 40 % Y-Y och 51 % Q-Q, vilket är ett resultat av den strategiska fokusering Bolaget genomförde under helåret år 2024, men även ökad försäljning och förbättrade marginaler under kvartalet.

-3,1 MSEK
EBIT-RESULTAT
UNDER Q1-25

EcoRubs totala rörelsekostnader (inkl. COGS, exkl. avskrivningar) uppgick till cirka 5,9 MSEK under kvartalet, vilket är i linje med motsvarande period föregående år och en marginell förbättring Q-Q. De totala rörelsekostnaderna (exkl. COGS och avskrivningar) uppgick till 4,3 MSEK och motsvarar en minskning om 2 % Y-Y och 24 % Q-Q, i synnerhet förklarad av lägre övriga externa kostnader. Som Analyst Group tidigare har betonat befinner sig EcoRub fortsatt i en expansiv fas, vilket förväntas driva en något ökad kostnadsmassa, med bland annat ökade försäljningskostnader, investeringar i produktion och flertalet materialutvärderingsprojekt med potentiella kunder. Därmed ser Analyst Group positivt på att EcoRub har uppvisat en god kostnadskontroll under kvartalet, där en ökad omsättning resulterar i minskade rörelseresultat både på EBITDA- och EBIT-nivå. EcoRubs EBIT-resultat (exklusive aktiverat arbete och övriga intäkter) uppgick till -3,1 MSEK (-4,2) under Q1-25, samt kan jämföras med -5,3 MSEK under föregående kvartal (Q4-24).

Ökad omsättning och minskad rörelseförlust (EBIT).

EcoRubs nettoomsättning och EBIT (adj.) per kvartal, 2020 – 2024



Källa: EcoRub och Analyst Groups prognos

Genomför en full garanterad företrädesemission om 10,4 MSEK

Vid utgången av Q1-25 uppgick EcoRubs kassa till cirka 0,1 MSEK, vilket kan jämföras med cirka 0,3 MSEK vid utgången av föregående kvartal (Q4-24). Under april månad meddelade EcoRub att Bolaget avser att genomföra en företrädesemission om cirka 10,4 MSEK. Företrädesemissionen är fullt garanterad genom teckningsåtaganden och garantåtaganden från Bolagets huvudägare Svante Larsson, där garantiåtagandet görs utan ersättning och villkorat av att Svante Larsson får dispens från budpliktsregler. Teckningskursen uppgår till 0,08 kr per aktie, vilket motsvarar en Pre Money-värdering om 31,2 MSEK. Teckningsperioden löper från och med den 28 april till och med den 20 maj. Emissionskostnaderna förväntas uppgå till cirka 0,5 MSEK, vilket innebär att EcoRub, vid en fullt tecknad emission, tillförs en nettolikvid om 9,9 MSEK. För befintliga aktieägare som inte deltar i företrädesemission innebär, vid full teckning, en utspädningsseffekt om cirka 25 %.

9,9 MSEK
NETTOLIKVID FRÅN
EMISSION

Emissionslikviden avses nyttjas till följande:

- Försäljnings- och marknadsföringskostnader – 50 %
- Stärka rörelsekapitalet – 35 %
- Ytterligare investeringar i produktionsutrustning – 15 %

Företrädesemission genomförs för att skapa möjligheter för EcoRub att ta nästa steg i Bolagets kommersialisering och uppskalning, där Bolaget arbetar aktivt för att bredda produktportföljen och stärka affärsmöjligheterna. Bolaget genomför en utvärdering av större internationella leverantörer, testar material, analyserar och utvärderar möjligheter framåt. EcoRubs målsättning är att expandera marknaden och försäljningen i första hand mot Tyskland, där marknaden för termoplastiska elastomer, TPE, är den största och mest dynamiska i Europa. Kapitalet i nyemission estimeras nyttjas för att möjliggöra expansiva satsningar för att öka konkurrenskraft och stärka affärsmöjligheterna, vilket förväntas ligga till grund för avtal med större polymer och accelererande försäljningstillväxt under kommande år.

Kommentar Q1-25

Sammanfattning

EcoRub rapporterar en stark inledning av år 2025 och utgör en stark bekräftelse av ökad affärsaktivitet samt att fokuseringen av verksamheten har burit frukt. EcoRub uppvisar det starkaste kvartalet hittills sett till omsättningen, samtidigt som Bolaget framgångsrikt har verkat med en god kostnadskontroll, vilket har resulterat i en stark bruttomarginal och förbättrat rörelseresultat. Samtidigt har utsikterna framåt stärkts med samarbeten som kan ligga till grund för en ökad omsättningstillväxt under kommande kvartal och år. Sammantaget har EcoRub levererat ett kvartal över våra förväntningar, med stark orderingång och bevis på god produktionskapacitet, samtidigt som Bolaget stärker marginalerna och minskar rörelseresultat.

Under slutet av år 2024 var likviditetspositionen ansträngd och EcoRub aviserade i inledningen av Q2-25 att Bolaget avser genomföra en företrädesemission om totalt 10,4 MSEK. Teckningsperioden avslutas den 20 maj och baserat på teckningskursen om 0,08 kr per aktie uppgår Pre Money-värderingen till cirka 31 MSEK, vilket motsvarar en P/S-multipel om 2,4x. Nettolikviden om 9,9 MSEK förväntas stärka utsikterna för att genomföra de expansiva satsningarna för att stärka positionen på den svenska marknaden och nå den internationella marknaden. En fulltecknad företrädesemission skulle därmed stärka utsikterna för att nå ett större genombrott med ett avtal med betydligt större volymer.

En överblick av Q1-25

**61 %**

Omsättningstillväxt Y-Y

NETTOOMSÄTTNING
3,5 MSEK
(3,0)**EBITDA (adj.)**
-2,0 MSEK
(-3,4)**5,9 MSEK**

Totala rörelsekostnader

**9,9 MSEK**

Nettolikvid från emission



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 företag 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 Arbergö, 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

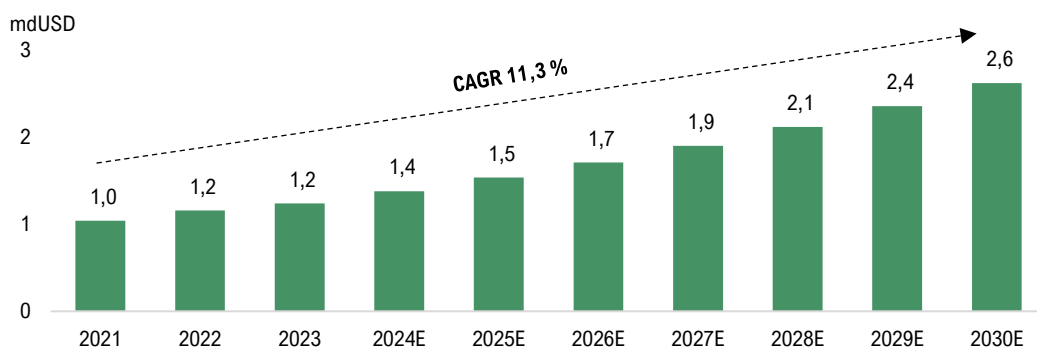
10,9 %
CAGR
MARKNADS
TILLVÄXT

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 trendsifte 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)

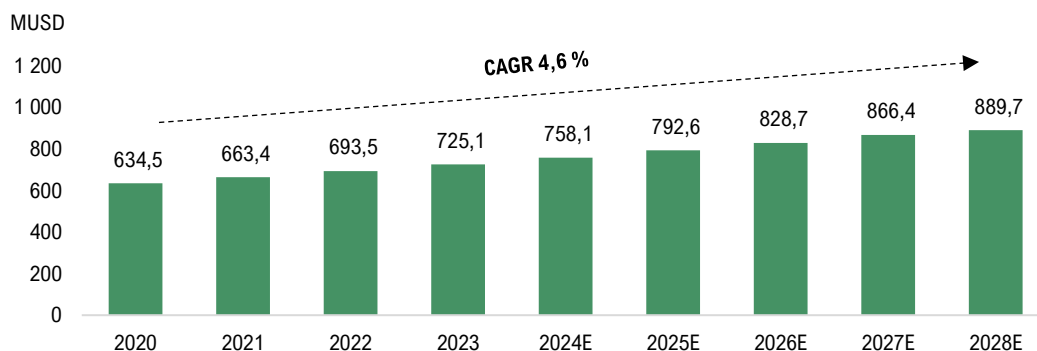
4,6 %
CAGR
MARKNADS
TILLVÄXT

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 gummiprodukter 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

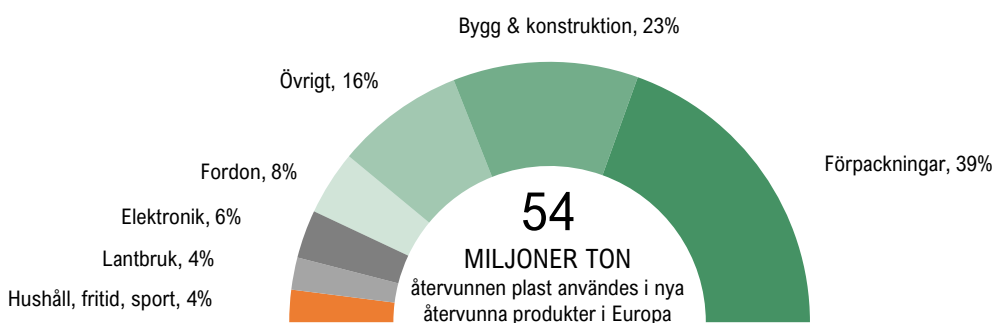
1. EU Rubber Recycling Sector Gaining "Unprecedented Traction" | European Rubber Journal (european-rubber-journal.com)

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.

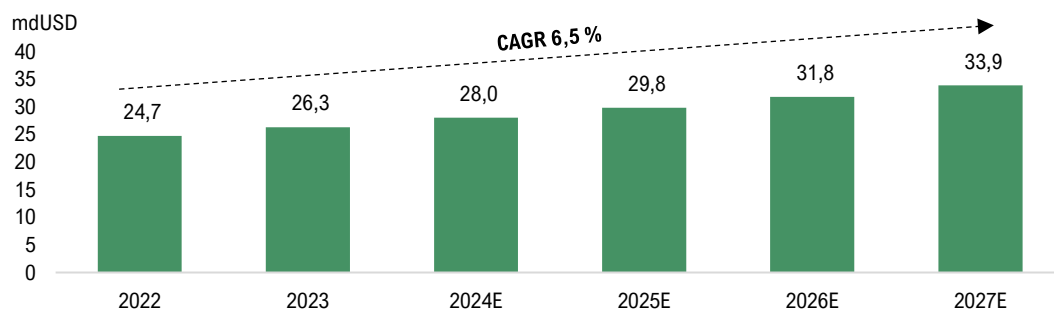
Marknaden för termoplastiska elastomerer (TPE) förväntas vara värd ca 34 mdUSD 2027

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

CAGR 6,5 %
MARKNADEN
FÖR
TPE

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

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



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

EcoRub återvinner plast och gummi och säljer det tillbaka till industrin i cirkulära flöden. Kunderna är stora industrier, fordon- och byggkonstruktionsföretag, och säljcyklerna är långa, liksom kundrelationerna när väl avtal har etablerats. Teknikmässigt har EcoRub kommit en lång bit på vägen med en redan etablerad anläggning i Löfvånger, dock har ännu inga större intäktsgenererande avtal tecknats, vilket Analyst Group estimerar bli en betydande faktor under år 2025 och 2026. Bolaget har under senaste åren stärkt positionen genom tecknade samarbetsavtal, som med SDAB till ett värde om drygt 60 MSEK över 10 år, inlett ett samarbete med Granngården, vilket har genererat uppföljningsordrar under år 2025 och har tecknat ett samarbete med Kellfri och därigenom har Bolagets hästmattor tagits in i deras sortiment. Utöver dessa ordrar har EcoRub även tecknat flertal strategiska samarbeten med internationella distributörer och materialutvärderingsprojekt som potentiellt kan leda till större avtal.

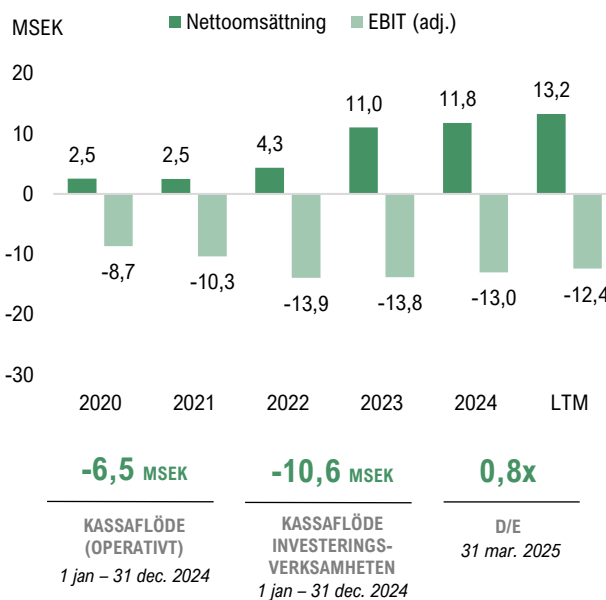
Resultatmässigt har EcoRub kunnat verka med en relativt låg operativ *burn rate*, med låga OPEX. Istället har det varit CAPEX-investeringar hänförliga till anläggningen i Löfvånger samt immateriella rättigheter som varit drivande, vilket kan ses i Bolagets balansomslutning och tillika kassaflödet från investeringsverksamheten som under helåret 2023 och 2024, vilket uppgick till -6,7 MSEK respektive -10,6 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 på industriell skala.

Med gjorda investeringar har EcoRub idag en färdigställd anläggning i Löfvånger, vilket estimeras börja generera högre intäkter under år 2025 och framgent.

Historiska räkenskaper och nyckeltal

Resultaträkning (MSEK)	2022	2023	2024	LTM
Nettoomsättning	4,3	11,0	11,8	13,2
Aktiverat arbete	0,8	2,1	1,7	1,7
Övriga rörelseintäkter	2,6	1,5	0,5	0,5
Totala intäkter	7,7	15,6	14,2	15,5
Råvaror och förnödenheter	-2,9	-4,9	-3,3	-3,5
Bruttoresultat	4,8	10,6	10,9	11,9
Bruttomarginal	62,4%	63,1%	74,4%	77,1%
Övriga externa kostnader	-6,3	-7,5	-8,8	-8,8
Personalkostnader	-7,5	-9,5	-8,1	-8,4
Avskrivningar	-1,5	-2,9	-4,5	-4,9
EBIT	-10,5	-9,3	-10,6	-10,2
EBIT-marginal	-136%	-60%	-74%	-66%
Finansiella intäkter	0,0	0,1	0,1	0,1
Finansiella kostnader/netto	-0,5	-0,4	-0,2	-0,2
EBT	-11,0	-9,7	-10,7	-10,3
Skatt	0,0	0,0	0,1	0,1
Nettoresultat	-11,0	-9,7	-10,7	-10,2
Nettomarginal	-142%	-63%	-75%	-66%

Källa: EcoRub



adj. = justerat för aktiverat arbete och övriga rörelseintäkter

Balansräkning och rörelsekapital

Vid utgången av första kvartalet år 2025 uppgick EcoRubs rörelsekapital till cirka 6,8 MSEK, varav 0,1 MSEK utgjordes av likvida medel, EcoRub har därmed haft en ansträngd finansiell situation. EcoRub aviserade i inledningen av Q2-25 att Bolaget avser att genomföra en fullt garanterad företrädesemission, vilken slutfördes under maj månad 2025 och som tecknades till 100 %. EcoRub tillfördes därmed en bruttolikvid om 10,4 MSEK, och givet emissionskostnader om 0,5 MSEK uppgår nettolikviden till 9,9 MSEK, vilket förväntas täcka rörelsekapitalbehovet för de kommande tolv månaderna. Bolagets totala långfristiga skulder uppgick till 35,9 MSEK vid utgången av Q1 år 2025, vilket motsvarar en marginell ökning i jämförelse med utgången av Q4 år 2024. Under helåret år 2024 uppgick det operativa kassaflödet till -6,5 MSEK, vilket utgör en förbättring i jämförelse med helåret år 2023, då det uppgick till -10 MSEK. Det operativa kassaflödet motsvarar en genomsnittlig kapitalförbrukning om cirka -0,5 MSEK per månad under helåret år 2024, exklusive CAPEX-investering. Givet att företrädesemission fulltecknades och att EcoRub därmed inbringat en nettolikvid om 9,9 MSEK minskar den finansiella risken i närtid. Samtidigt är Bolaget ännu inte lönsamt och har långfristiga skulder om cirka 36 MSEK, därmed besitter EcoRub en relativt hög finansiell riskprofil, varpå det betonas att det är viktigt att bevaka EcoRubs försäljningsutveckling och likviditet på medel- till lång sikt för att avgöra huruvida extern kapitalanskaffning är nödvändig.

**6,6 MSEK
RÖRELSE-
KAPITAL
VID UTGÅNGEN
AV Q4-24**

Prognosperiod: år 2025 till 2027

De finansiella prognoserna sträcker sig till år 2027, där Analyst Groups estimat i ett Base scenario primärt utgår från den befintliga anläggningen i Lövvånger, samt Bolagets nya anläggning i Änåset 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 Lövvånger, vilket således lämnar utrymme för eventuell upprevidering framgent. För andra scenarion, se *Bull-* och *Bear scenario* på sida 14.

Omsättningsprognos

EcoRubs första produktionsanläggning i Lövvånger 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 Lövvånger, 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 Lövvånger 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, vilket följdes upp med en order om ca 1,3 MSEK under Q1-25. 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 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.

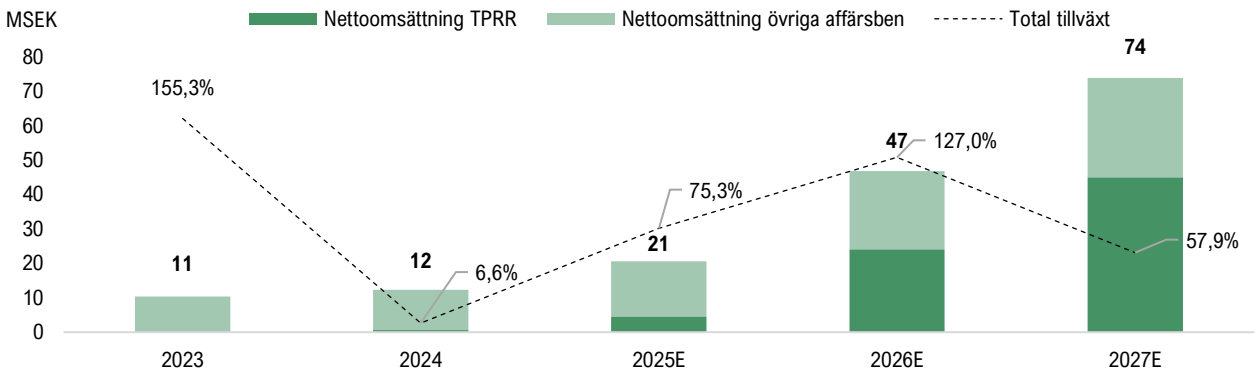
Dessa avtal anses vara ett Proof of Concept i den bemärkelsen att EcoRub har lyckats bevisa produkternas diversifierade egenskaper. Samtidigt driver EcoRub flertalet materialutvärderingsprojekt, vilket bland annat har resulterat i ett samarbetsavtal med Taro Plast som ökar försäljningspotentialen framgent, samt med kunder på både den nordiska och europeiska marknaden, däribland Volkswagengruppen i Tjeckien, vilka kan leda till större kommersiella avtal med stora volymer över längre tid, men där det bör tilläggas att avtalen är förknippade med relativt långa införsäljningstider. För att nuvarande affärsstrategi ska lyckas är det dock avgörande att EcoRub är fortsatt framgångsrikt i kommersialiseringen och erhåller större avtal med kunder för att volymerna nyttjas i större utsträckning framgent.

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 2025-2027, 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

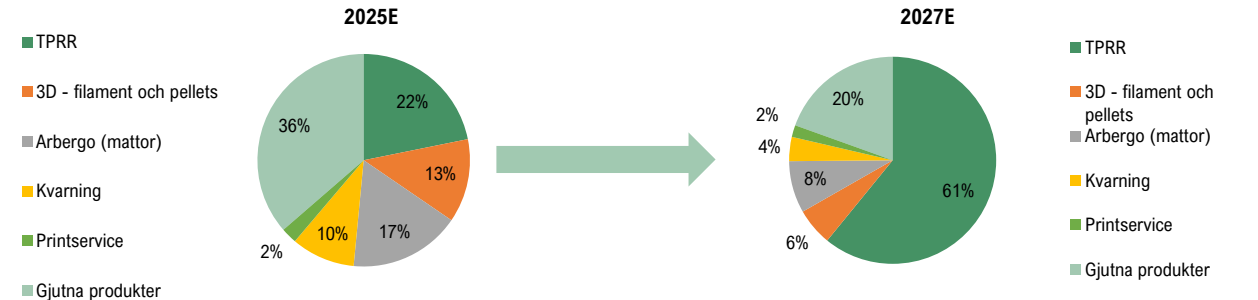


Analyst Groups prognos

Estimat TPRR	2023 ¹	2024 ¹	2025E	2026E	2027E
Försäljningsvolym (antal ton/år)	3	20	150	800	1 500
Försäljningspris (SEK/kg)	30	30	30	30	30
Nettoomsättning TPRR (MSEK)	n.a.	0,6	4,5	24,0	45,0
Tillväxt (% YOY)	n.a.	n.a.	650%	433%	87,5%
Estimat övriga affärsben (MSEK)	2023 ¹	2024 ¹	2025E	2026E	2027E
3D - filament och pellets	2,0	2,3	2,6	3,3	4,3
Arbergo	2,5	3,5	3,5	5,0	6,0
Kvarning	1,0	1,3	2,0	2,8	2,8
Printservice	0,3	0,3	0,5	1,2	1,4
Gjutna produkter	4,5	6,5	7,5	10,5	14,4
Nettoomsättning övriga affärsben	11,3	11,8	20,6	22,8	28,9
Tillväxt (% YOY)	113,5%	6,6%	37,1%	41,5%	26,7%

TPRR förväntas utgöra en stor del av intäkterna år 2027E.

Estimerad intäktsmix av de olika affärsbenen 2025E och 2027E



Analyst Groups prognos

HÖGRE
ESTIMERADE
BRUTTO
MARGINAL

Bruttokostnader

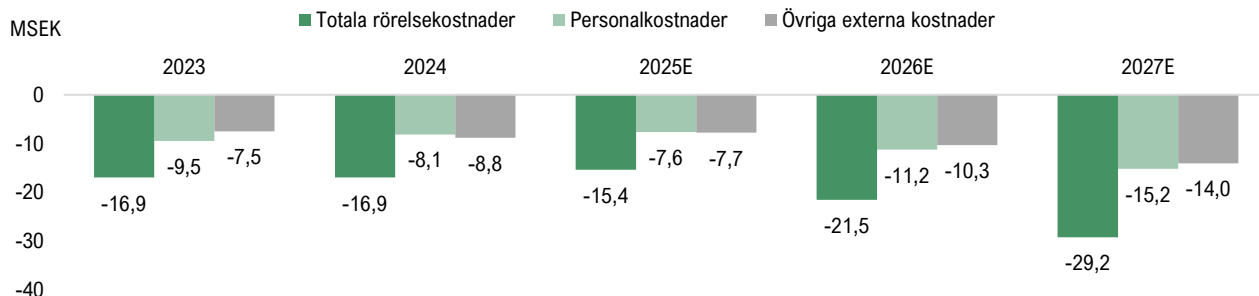
EcoRubs affärsmodell utgår från att inhämta förbrukat gummi samt plast och återvinna det genom att avlägsna kontaminerade kemikalier, vilket ger upphov till en form av tillverkningskostnad för Bolaget. Precis som med prissättningen beror bruttokostnaden för återvinning och tillverkning på många faktorer, inklusive graden av återvunnet material, effektivitet och produktmix. Under år 2024 har EcoRub genomfört en strategisk fokusering av verksamheten, vilket bland annat har inkluderat prishöjningar. Detta har resulterat i en bruttomarginal (adj.) om 72 %, där en högre prisbild och förbättrad produktmix ligger till grund för att Analyst Group prognostiserar en bruttomarginal över EcoRubs historiska snitt om cirka 50 %. En bruttomarginal om 62 % 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 58 % under år 2025. Detta underbyggs även av att EcoRub avser att positionera Bolagets produkter i premiumsegmentet 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 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.



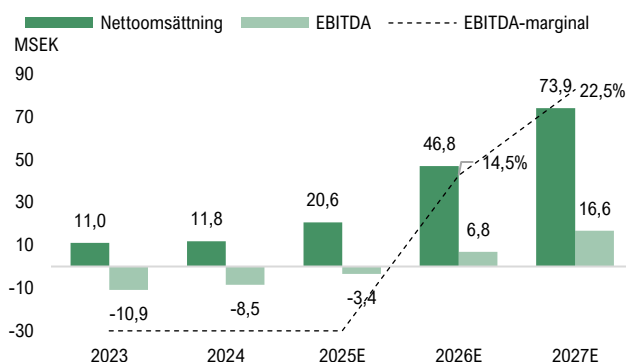
Analyst Groups prognos

Följande är en sammanställning av Analyst Groups estimat för EcoRub.

Finansiell prognos, Base scenario

Prognos (base), MSEK	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Nettoomsättning	11,0	11,8	20,6	46,8	73,9
COGS	-5,0	-3,3	-8,7	-18,5	-28,1
Bruttoresultat (adj.) ¹	6,0	8,5	12,0	28,3	45,8
Bruttomarginal (adj.) ¹	54,8%	72,0%	58,0%	60,5%	62,0%
Övriga externa kostnader	-7,5	-8,8	-7,7	-10,3	-14,0
Personalkostnader	-9,5	-8,1	-7,6	-11,2	-15,2
EBITDA (adj.) ¹	-10,9	-8,5	-3,4	6,8	16,6
EBITDA-marginal (adj.) ¹	neg.	neg.	neg.	14,5%	22,5%

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 0,8x (medelvärde).
Urval av sektorbolag inom återvinning och miljöteknik

(MSEK)	Marknadsdata				Nettoomsättning			Värdering		LTM
Bolag	Market Cap	Nettoskuld	Enterprise Value	Nettoskuld / Market Cap	2023	2024	LTM	EV/S LTM	P/S LTM	Omsättnings-tillväxt Y-Y
Saxlund	69,3	42,2	111,5	0,4x	308,0	307,0	277,0	0,4x	0,3x	0%
Ecoclimate	32,4	-25,7	6,7	-3,8x	314,0	197,0	197,0	0,0x	0,2x	-37%
Mashup Ireland	107,3	-5,8	101,5	-0,1x	86,1	94,9	94,9	1,1x	1,1x	10%
NFO Drives	66,7	-11,6	55,1	-0,2x	47,0	40,6	40,6	1,4x	1,6x	-14%
Recyctec	12,3	3,7	16,0	0,2x	14,5	14,8	14,8	1,1x	0,8x	2%
ECOMB	3,6	3,6	7,2	0,5x	5,1	18,8	18,8	0,4x	0,2x	269%
Högsta	107,3	42,2	111,5	0,5x	314,0	307,0	277,0	1,4x	1,6x	269%
75e percentilen	68,0	7,8	78,3	0,4x	197,1	146,0	146,0	1,1x	1,0x	6%
Medelvärde	43,3	2,6	45,9	-0,4x	115,1	99,7	95,4	0,8x	0,7x	30%
Median	32,4	3,6	23,3	0,2x	47,0	40,6	40,6	1,0x	0,5x	0%
25e percentilen	11,9	-8,7	11,6	-0,1x	22,7	21,7	21,7	0,4x	0,2x	-17%
Lägsta	3,6	-25,7	6,7	-3,8x	5,1	14,8	14,8	0,0x	0,2x	-37%
Ecorub	44,7	25,9	70,6	0,6x	4,3	11,0	13,2	5,3x	3,4x	21%

Källa: Refinitiv, Börndata, Bolagsrapporter. Senaste stängningsdata från 2025-05-27

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 2026, men EcoRub estimeras inte ha uppnå en normaliserad lönsamhetsnivå, varför en försäljningsmultipl anses vara mer rättvisande idag. Vid en analys av jämförelsebolagen konstateras en genomsnittlig omsättningstillväxt om 30 % baserat LTM på årsbasis (*Y-Y*), där ECOMB drar upp genomsnittet varav medianen uppgår till 0 %. EcoRub uppvisade en tillväxt om 7 % för helåret 2024 och LTM på årsbasis uppgick omsättningstillväxten till 21 %, samtidigt som Bolagets årliga tillväxttakt (*CAGR*) under de senaste tre åren (2021-2024) uppgår till 68 %. EcoRub har därmed uppvisat en hög tillväxt i jämförelse med peer-gruppen. Då EcoRub uppvisat en hög årlig tillväxttakt senaste åren, samt estimeras växa omsättningen med en *CAGR* om 61 % under prognosperiod, vilket placeras EcoRub mellan den 75e percentilen och det högsta värdet inom jämförelsegruppen. Baserat på detta anser Analyst Group att en målmultipl om *P/S* 2x är motiverad till följd av den tydliga trenden av tillväxt, trots att värderingarna i 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 2027 års nettoomsättning om ca 74 MSEK, erhålls ett Market Cap om ca 148 MSEK för år 2027. 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 Q1-25 hade räntebärande skulder om ca 36 MSEK. Detta utgör en risk som, i vår mening, är viktig att beakta. Utifrån en *P/S*-multipl om 2x, prognostiserad försäljning om ca 74 MSEK år 2027, samt en diskonteringsränta om 13,5 %, erhålls ett potentiellt nuvärde per aktie om 0,2 kr, vilket motsvarar ett nuvärde om ca 104 MSEK i termer av Market Cap, där vi tar företrädesemissionen i beaktning.

0,2 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%	0,06	0,11	0,22	0,33	0,44
	11,5%	0,05	0,10	0,21	0,31	0,42
	13,5%	0,05	0,10	0,20	0,30	0,40
	15,5%	0,05	0,09	0,19	0,28	0,38
	17,5%	0,05	0,09	0,18	0,27	0,36

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 2027 års nettoomsättning om ca 104 MSEK, en diskonteringsränta om 13,5 %, motiveras ett nuvärde per aktie om 0,49 kr i ett Bull scenario, där framtida expansion med ytterligare anläggningar är den största drivaren i scenariot.

Bear scenario

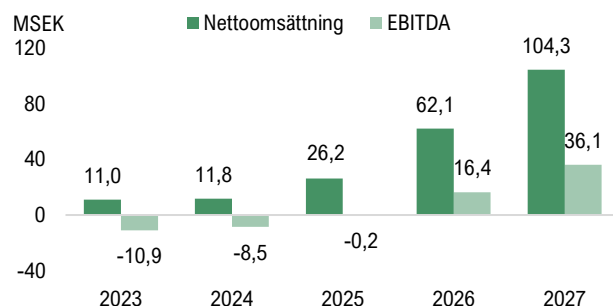
Följande är ett urval av potentiella scenarion i ett Bear scenario:

- 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 2027 års prognostiserade försäljning om ca 32 MSEK, motiveras ett nuvärde per aktie om 0,05 kr i ett Bear scenario.

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

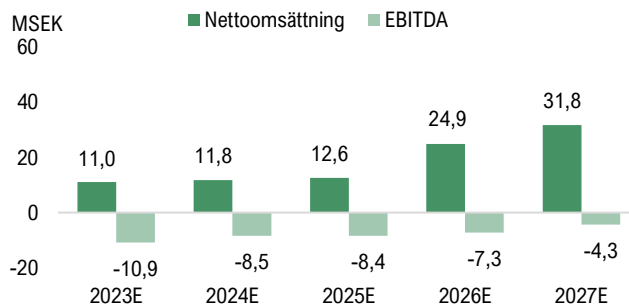
Prognos Bull scenario, åren 2023-2027E



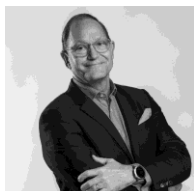
Analyst Groups prognos

I ett Bear scenario utvecklas verksamheten trögare.

Prognos Bear scenario, åren 2023-2027E



Analyst Groups prognos

**Johan Westin, f. 1961. Tillträdde som VD 2025.**

Johan är utbildad civilekonom vid Umeå Universitet. Han har en bakgrund som entreprenör, vd och managementkonsult. Johan tar med sig en meritlista av framgångsrik produktutveckling, kommersialisering och företagsutveckling – såväl på nationell som internationell nivå. Han har ett brett internationellt kontaktnät och erfarenhet av global försäljning.

Aktieinnehav: 0 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: 266 666 aktier, samt 2 500 000 teckningsoptioner**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 Erics 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: 525 000 aktier



Anders Färnlöf, f. 1966. Styrelseordförande, 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: 1 727 492 aktier, samt 7 500 000 teckningsoptioner



Pär Dunder, f. 1963, Styrelseledamot, 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



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

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 plastkompositer. 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 tillväxtresa.

Aktieinnehav: 500 000 aktier

Aktiekursens utveckling 1 år



Base scenario (MSEK)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Nettoomsättning	2,5	2,5	4,3	11,0	11,8	20,6	46,8	73,9
Övriga rörelseintäkter	1,9	1,7	3,4	3,6	2,2	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	4,5	4,2	7,7	14,6	13,9	20,6	46,8	73,9
Råvaror och förnödenheter	-1,1	-1,3	-2,9	-5,0	-3,3	-8,7	-18,5	-28,1
Bruttoresultat (adj.)¹	1,5	1,2	1,4	6,0	8,5	12,0	28,3	45,8
Bruttomarginal (adj.) ¹	57,6%	46,2%	32,6%	54,8%	72,0%	58,0%	60,5%	62,0%
Övriga externa kostnader	-3,3	-4,4	-6,3	-7,5	-8,8	-7,7	-10,3	-14,0
Personalkostnader	-5,7	-6,2	-7,5	-9,5	-8,1	-7,6	-11,2	-15,2
EBITDA (adj.)¹	-7,5	-9,5	-12,4	-10,9	-8,5	-3,4	6,8	16,6
EBITDA-marginal (adj.) ¹	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	14,5%	22,5%
Av- och nedskrivningar	-1,1	-0,9	-1,5	-2,9	-4,5	-2,5	-2,8	-4,4
EBIT (adj.)¹	-8,7	-10,3	-13,9	-13,8	-13,0	-5,9	4,0	12,2
EBIT-marginal (adj.) ¹	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	8,5%	16,5%
Finansiella intäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Finansiella kostnader	-0,4	-1,2	-0,5	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0
EBT (adj.)¹	-9,0	-11,6	-14,4	-14,0	-13,1	-5,9	4,0	12,2
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,8	-2,5
Periodens resultat (adj.)¹	-9,0	-11,6	-14,4	-14,0	-13,1	-5,9	3,2	9,7
Nettomarginal (adj.) ¹	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	6,7%	13,1%
Nyckeltal	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
P/S	17,7x	17,9x	10,3x	4,0x	3,8x	2,2x	1,0x	0,6x
EV/S	27,9x	28,2x	16,3x	6,4x	6,0x	3,4x	1,5x	1,0x
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	10,4x	4,2x

¹Exkl. aktiverat arbete och övriga intäkter.

Appendix

Bull scenario (MSEK)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Nettoomsättning	2,5	2,5	4,3	11,0	11,8	26,2	62,1	104,3
Övriga rörelseintäkter	1,9	1,7	3,4	3,6	2,2	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	4,5	4,2	7,7	14,6	13,9	26,2	62,1	104,3
Råvaror och förnödenheter	-1,1	-1,3	-2,9	-5,0	-3,3	-10,4	-23,0	-37,0
Bruttoresultat (adj.)¹	1,5	1,2	1,4	6,0	8,5	15,9	39,1	67,3
Bruttomarginal (adj.) ¹	57,6%	46,2%	32,6%	54,8%	72,0%	60,5%	63,0%	64,5%
Övriga externa kostnader	-3,3	-4,4	-6,3	-7,5	-8,8	-8,1	-10,9	-15,1
Personalkostnader	-5,7	-6,2	-7,5	-9,5	-8,1	-8,0	-11,9	-16,1
EBITDA (adj.)¹	-7,5	-9,5	-12,4	-10,9	-8,5	-0,2	16,4	36,1
EBITDA-marginal (adj.) ¹	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	26,4%	34,6%
Av- och nedskrivningar	-1,1	-0,9	-1,5	-2,9	-4,5	-2,6	-2,9	-4,7
EBIT (adj.)¹	-8,7	-10,3	-13,9	-13,8	-13,0	-2,8	13,5	31,5
EBIT-marginal (adj.) ¹	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	21,7%	30,2%
Finansiella intäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Finansiella kostnader	-0,4	-1,2	-0,5	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0
EBT (adj.)¹	-9,0	-11,6	-14,4	-14,0	-13,1	-2,8	13,5	31,5
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-2,8	-6,5
Periodens resultat (adj.)¹	-9,0	-11,6	-14,4	-14,0	-13,1	-2,8	10,7	25,0
Nettomarginal (adj.) ¹	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	17,2%	23,9%
Nyckeltal	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
P/S	17,7x	17,9x	9,8x	4,0x	3,8x	1,7x	0,7x	0,4x
EV/S	27,9x	28,2x	15,4x	6,4x	6,0x	2,7x	1,1x	0,7x
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	4,3x	2,0x

¹Exkl. aktiverat arbete och övriga intäkter.

Bear scenario (MSEK)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Nettoomsättning	2,5	2,5	4,3	11,0	11,8	12,6	24,9	31,8
Övriga rörelseintäkter	1,9	1,7	3,4	3,6	2,2	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	4,5	4,2	7,7	14,6	13,9	12,6	24,9	31,8
Råvaror och förnödenheter	-1,1	-1,3	-2,9	-5,0	-3,3	-6,0	-11,2	-13,8
Bruttoresultat (adj.)¹	1,5	1,2	1,4	6,0	8,5	6,6	13,7	18,0
Bruttomarginal (adj.) ¹	57,6%	46,2%	32,6%	54,8%	72,0%	52,5%	55,0%	56,5%
Övriga externa kostnader	-3,3	-4,4	-6,3	-7,5	-8,8	-7,6	-10,0	-11,0
Personalkostnader	-5,7	-6,2	-7,5	-9,5	-8,1	-7,5	-11,0	-11,4
EBITDA (adj.)¹	-7,5	-9,5	-12,4	-10,9	-8,5	-8,4	-7,3	-4,3
EBITDA-marginal (adj.) ¹	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Av- och nedskrivningar	-1,1	-0,9	-1,5	-2,9	-4,5	-2,5	-2,8	-4,4
EBIT (adj.)¹	-8,7	-10,3	-13,9	-13,8	-13,0	-10,9	-10,1	-8,8
EBIT-marginal (adj.) ¹	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Finansiella intäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Finansiella kostnader	-0,4	-1,2	-0,5	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0
EBT (adj.)¹	-9,0	-11,6	-14,4	-14,0	-13,1	-10,9	-10,1	-8,8
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Periodens resultat (adj.)¹	-9,0	-11,6	-14,4	-14,0	-13,1	-10,9	-10,1	-8,8
Nettomarginal (adj.) ¹	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Nyckeltal	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
P/S	17,7x	17,9x	9,8x	4,0x	3,8x	3,5x	1,8x	1,4x
EV/S	27,9x	28,2x	15,4x	6,4x	6,0x	5,6x	2,8x	2,2x
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 informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analyserna är baserade på källor och uppgifter samt utlåtanden från personer som AG bedömer tillförlitliga. AG kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Alla estimat i analyserna är subjektiva bedömningar, vilka alltid innehåller viss osäkerhet och bör användas varsamt. AG kan därmed aldrig garantera att prognoser och/eller estimat uppfylls. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från AG eller personer med koppling till AG, alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och information härrörande AG är avsett att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut. Investerare uppmanas att komplettera med ytterligare material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. AG 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 2014-2025). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.