

- **Unik miljövänlig produkt utan direkt konkurrens.** EcoRub är den enda aktören i Europa som tillverkar ekologiskt gummi.
- **Nyinköpt anläggning med kapacitet på 300 MSEK** medför att produktion på kommersiell nivå kan påbörjas och större avtal kan tecknas.
- **Potentiell marknad på 10 miljarder SEK i Europa** och flera hundra miljoner i Sverige medför en stor omsättningspotential för EcoRub.
- **Skapas 3,3 miljoner ton begagnade däck varje år i Europa** och cirka 78 tusen ton i Sverige. Redan nu finns 1 miljard ton samlade i Europa.
- **Nödvärdigt att avtal sluts med Ragn-sells** för att kunna samla in begagnade däck billigt samt smidigt.
- **Fullt kapacitetsutnyttjande ger ett aktiepris på 30,60 kr, vilket motsvarar en uppsida på 816 %** gentemot dagens aktiekurs och ett börsvärde på ca 647 MSEK.

**Analytiker**

Carl Hemmingson
Sepehr Sharafuddin

Nyckeldata

Aktiekurs	3,34
52 v högsta / lägsta	5,50 / 1,75
Antal aktier	21 035 714
Börsvärde (MSEK)	70,26
Nettoskuld (MSEK)	4,22
EV (MSEK)	74,48
Sektor	Industri
Lista / Kortnamn	Aktietorget / ECO B
Nästa rapport, Bokslutskommuniké för 2014	2015-02-07

Utveckling

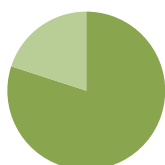
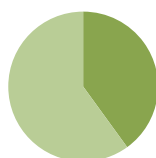
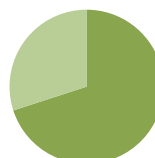
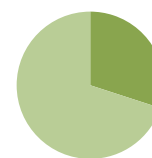
1 mån	-0,30 %
3 mån	3,60 %
1 år	67,00 %
YTD	1,21 %

Huvudägare

	Innehav (%)
Bäckbacka Partners AB*	12,71
Flipacoin Invest AB	8,56
Åke Paulsson	8,01
Four-Chair	7,05
Moggliden AB	5,70

Ledning

VD/CEO	Nils-Eric Öquist
Styrelseordförande	Ulf Bergström
CFO	Patrik Berglund
* Ägs till 75 % av Nils-Eric Öquist	

Avkastningspotential 8**Lönsamhet 4****Ledning 7****Trygg Placering 3**

	13Q1A	13Q2A	13Q3A	13Q4A	14Q1A	14Q2A	14Q3A	14Q4E
Omsättning	1 346 673	971 293	660 874	1 786 004	1 058 959	1 115 640	1 069 898	1 755 503
Rörelseresultat efter finansnetto	- 249 442	130 800	- 379 580	- 508 984	- 571 938	- 1 901 189	- 1 245 453	- 1 994 430

Investment Thesis

Unik miljövänlig produkt utan direkt konkurrens

Produkten skapas från återvunna däck och benämns som ekologiskt gummi. Gummit är väldigt slitstarkt och har en homogen yta. Detta material har flera unika egenskaper, bland annat väldigt god ålderbeständighet, slagåtlighet och kan lätt återvinnas. Företaget är ensamma på den europeiska marknaden att tillverka gummi på detta vis. Således finns ingen direkt konkurrent utan det ekologiska gummit konkurrerar främst med vanligt gummi. Här har det ekologiska gummit en stark fördel. För en vanlig gummiprodukt utgörs 70 -75 % av materialkostnader. Eftersom EcoRub använder återvunna däck blir kostnaderna lägre. När man återvinner ett ton bildäcksgummi sparas dessutom 3,25 ton olja. Att produkten är miljövänlig i kombination med det konkurrenskraftiga priset och den goda kvaliteten gör att produkten är väldigt attraktiv för köpare.

Nyinköpt anläggning med kapacitet på 300 MSEK

Den nya anläggning i Holmsund har en kapacitet som är tre gånger större än omsättningsmålet år 2017. Denna anläggning kommer klara av EcoRubs totala produktion flera år fram över. Med den nya fabriken kan företaget nu ha produktion på kommersiell nivå och i stor skala. Detta öppnar upp nya dörrar för företaget, med en stor produktion kommer de kunna teckna avsevärt mycket större avtal än tidigare vilket påverkar företaget starkt positivt.

Potentiell marknad på 10 miljarder i Europa

Detta är en siffra EcoRub har uppskattat och det påvisar att det finns en väldigt stor marknad och efterfrågan på just ekologiskt gummi, något som gynnar företaget kraftigt. Enbart i Sverige uppgår marknaden till flera hundra miljoner. Alltså även om företaget enbart skulle sälja sin produkt i Sverige skulle det generera en stor omsättning för EcoRub. Vid full kapacitet på 300 miljoner kr, skulle endast 3 % av den totala marknadens behov till-

godoses. Dessa siffror påvisar att det finns enorm omsättningspotential för företaget. Med andra ord är det rimligt att anta företaget kommer öppna fler fabriker för att kunna tillgodose marknadens behov.

Skapas 3,3 miljoner ton begagnade däck varje år i Europa och det finns redan nu 1 miljard ton samlade. Det finns alltså en ofattbar stor mängd däck att tillgå för EcoRub. Enbart i Sverige återvinns ca 78 000 ton däck varje år. Denna mängd gummi skulle täcka EcoRubs behov till fabriken flertalet gånger om varje år.

Nödvändigt att avtal sluts med Ragn-sells

Detta på grund av marknadens utformning av däckinsamling, då Ragn-sells samlar in alla begagnade däck på den svenska marknaden. Om företaget vill tillverka gummi av svenska däck måste ett avtal tecknas med Ragn-sells. Ifall man inte skulle kunna få till ett avtal skulle företaget vara tvunget att vända sig ut i Europa för att hitta en leverantör. Detta skulle orsaka merkostnader och bli omständligare, därför är det i vår mening väldigt viktigt att man kan teckna ett avtal med Ragn-sells för gummileveranser. Ifall man inte lyckas sluta avtal bedömer vi att risken är stor att man inte kommer nå de omsättningsmål som EcoRub satt upp.

Fullt kapacitetsutnyttjande ger ett aktiepris på 30,60 kr vilket motsvarar en uppsida på 816 % gentemot dagens aktiekurs och ett börsvärde på ca 647 miljoner kronor. Värderingen grundar vi på den omsättningskapacitet, 300 MSEK, som EcoRub kommunicerat samt ett potentiellt EBIT på 17,5 % alltså 52,5 MSEK. Värderingen baseras på en multipelvärdering för P/E-snittet samt en multipelvärdering för EV/EBIT-snittet i branschen företaget är verksam i. Denna värdering vi gjort är enbart baserad på den fabriken som företaget har i dagsläget. Det är mycket möjligt att företaget expanderar och etablerar en ny fabrik innan man når maxkapacitet.

Bolagsbeskrivning

Affärsidé

Företagets affärsidé bygger på att man köper in billiga begagnade bildäck som man sedan genom sin metod kan tillverka ekologiskt gummi. Gummit är både miljövänligt och prismässigt konkurrenskraftigt. Tanken är att sedan kunna konkurrera på den europeiska marknaden med sina produkter. Det ekologiska gummit skall säljas till både slutanvändare till såväl företag som tillverkar och marknadsför komponenter eller färdiga produkter till andra företag. Företaget ämnar även sälja licenser till företag som således kan tillverka ekologiskt gummi som baseras på EcoRubs teknologi.

Bakgrundsinformation

Företaget bildades år 1995 under namnet ReRub AB och noterades på Aktietorget under juni år 2010. I dagsläget innehar företaget fyra dotterbolag. ArbErgo Scandinavia AB är ett företag som utvecklar, tillverkar och säljer arbetsplatsmattor. EcoElast AB tillverkar och säljer produkter baserade på det ekologiska gummit samt att de även säljer biokompositer i form av dukar/ skivor och formsprutningsråvara.

ProFarma AB utvecklar och säljer produkter innehållandes ekologiskt gummi som används för lantbruk och djurhållning. Holmsund Golv AB förvärvades av företaget under hösten och består av en produktionslinje för gummi i Holmsund. Under år 2013 utsåg EU EcoRub till ett av 100 lovande utvecklingsprojekt inom miljöområdet och fick det högsta betyget, 9 av 9, i avseendet *technology readiness level*, det motsvarar mognad och utvecklingsnivå.

EcoRubs produkt

EcoRub AB har utvecklat en metod för materialåtervinning av gamla utslitna bildäck där däcken först klipps i mindre bitar och därefter åtskiljs gummit från metallen och väven. Dessa bitar utav gummi mals sedan ned till pulverform. Det gummipulver man får fram blandas med återvunnen plast. Bindningen mellan plast- och gummipolymererna förstärks med en typ av molekyler som heter copolymerer. Metoden som företaget använder sig av är patenterad för Europa.

EcoRub använder sig av mekanisk produktion vilket innebär att varken hög värme eller kemikalier används vid produktionen. En följd av detta är att gummit som de återvinner bibehåller de egenskaper som gummit hade innan.

Den slutgiltiga produkten blir ett material som har en homogen yta och är slitstarkt. Detta material, gummit, har unika egenskaper som till exempel väldigt god åldringsbeständighet, slagåtlighet, stötdämpning och att materialet lätt kan återvinnas. Gummit som tillverkas heter likt företaget, EcoRub.

Gummit används för formsprutning i den typ av formsprutningsmaskiner som man använder inom plastindustrin. Andra användningsområden för formsprutningsråvara är till exempel komponenter till fordonsindustrin och hushållsmaskiner samt möbler.

En annan användning är att använda materialet till gummiduk. Gummiduk kan användas i exempelvis stora deponier, som golv- och väggbeklädnad, stallmattor eller som tätningar och korrosionsskydd för bilar.

Kunder

Det ekologiska gummit företaget tillverkar kan ersätta PVC (en typ av plast) för exempelvis golv-mattor vilket har potential att säljas till skolor, bostäder m.m. EcoRub har även kontakter som uppger sig vara intresserade för användande av gummit för deponi- och dammlösningar. Vidare har flertalet företag, bland annat en underleverantör till IKEA, visat intresse för EcoRubs formsprutningsråvara och det har skett fullskaliga tester av varan. I dagsläget säljer främst företaget gummimattor/dukar som har flera olika användningsområden, exempelvis som halkskydd till bussar och golv. Gummiduken har dock fler tänkbara användningsområden än så och det är något som EcoRub håller på att arbeta med.



Marknadsstruktur och marknadsposition

Marknad

I USA tillverkas ca 7 500 ton produkter varje år av återvunnet gummi med samma teknik som EcoRub används. Patentet i USA ägs av EcoTech Inc. Det är av EcoTech som EcoRub importerat gummipulver tidigare. Cirka hälften av EcoTechs produkter går till den amerikanska bilindustrin. EcoRubs mål är att i mindre mån fokusera på bilindustrin och lägga större fokus på gummimattor. EcoTechs omsättning uppgår till cirka 200 miljoner kronor. Genom att kolla på EcoTech ger det en liten indikation på hur marknaden kan komma att se ut för EcoRub då EcoRubs VD bedömer att marknaden i USA och Europa ungefär har samma kapacitet.

EcoRub har idag främst kunder i Sverige, men räknar med att år 2017 ha kunder i minst fem europeiska länder utanför Sverige och en omsättning på 100 miljoner SEK. Företaget bedöms bli kassaflödespositivt vid en omsättning på 30 miljoner SEK. EcoRubs styrelse har sagt att det är väldigt svårt att uppskatta den totala potentiella marknaden för just ekologiskt gummi. Detta då produkten i sig inte alltid kan ersätta det traditionella gummit. Enligt företaget uppgår dock den totala potentiella marknaden i Europa till uppemot 10 miljarder kronor. Detta kan jämföras mot EcoRubs nya produktionsanläggning som har en tillverkningskapacitet som motsvarar en omsättning på 300 miljoner kronor för företaget. Vid full kapacitet i fabriken i Holmsund skulle man således kunna tillgodose ca 3 % av den totala marknaden i Europa. Styrelsen har även bedömt att marknaden enbart i Sverige skulle uppgå till flertalet hundra miljoner kronor. Den årliga totalmarknaden för komponenter av ekologiskt gummi till fordonsindustrin i Europa bedöms enligt EcoRub uppgå till 200 000 ton. Vid ett kilopris på 25 kronor, ett genomsnittligt konkurrenskraftig pris, motsvarar det 5 miljarder kronor.

På den svenska marknaden är Svensk Däckåtervinning AB ansvarig för att återvinna de förbrukade däcken. Uppdraget att samla in och återvinna alla däck har getts till Ragn-Sells AB. De senaste åren har återvinningsgraden nästan uppgått till 100 %. Däcken används sedan som materialåtervinning samt energiåtervinning. I Sverige återvanns 77 800 ton däck 2013 och cirka hälften av denna mängd användes till energiåtervinning. De flesta länderna i Europa har liknande återvinningsystem där det finns ett producentansvar att återvinna däcken. Ett fåtal länder agerar under fri marknad för däckåtervinning eller att regeringen är ansvarig för återvinning.

Konkurrenter

EcoRub är idag ensam på den europeiska marknaden att tillverka ekologiskt gummi och med andra ord har de inga direkta konkurrenter i Europa.

Däremot finns flera aktörer på den amerikanska marknaden som återvinner gummi, främst för fordonsindustrin. Ett exempel på en konkurrent är Ultimate Systems Ltd. som tillverkar gummimattor av återvunnet gummi. Företaget har 100 anställda och ett stort antal återförsäljare. En annan tänkbar konkurrent är US Farathane Corporation som har över 1000 anställda och tillverkar både gummidukar och produkter till fordonsindustrin. En stark fördel som företagen i USA har är att de är betydligt mer mogna, redan etablerade på marknaden och har exempelvis lägre produktionskostnader på grund av lönesättningskillnaden mellan länderna. Ifall dessa aktörer skulle rikta sig till den europeiska marknaden skulle de utgöra ett allvarligt hot. Den största konkurrensen för EcoRub nu och i framtiden är vanligt gummi. Vanligt gummi har funnits på marknaden under en lång tid och företagen som sysslar med detta har konkurrensfördelar, erfarenhet, och är redan starkt etablerade på marknaden samt har stora kunder.

EcoRubs tanke är dock att bli en stark konkurrent till vanligt gummi och plast med hjälp av deras prissättning. För en vanlig gummiprodukt utgörs ca 70 – 75 % av materialkostnader. EcoRub kommer ligga avsevärt lägre än så vilket även kommer medföra att slutpriset till konsument kommer att bli lägre än för konkurrenterna. Detta kan uppnås då materialet, själva gummit som företaget använder kan teoretiskt samlas in väldigt billigt och på så vis blir kostnaderna betydligt lägre.



eco-innovation 
WHEN BUSINESS MEETS THE ENVIRONMENT

Advanced pre-Commercialization of Eco rubber material

År 2010 startades ett EU-projekt som implicerade att få en marknadsintroduktion av ekologiskt gummi. EcoRubs projekt kallades "ACE – Advanced pre-Commercialization of Eco rubber material".

EcoRub är det enda företag i EU som fått stöd för ett material baserat på återvunna polymerer från bildäck. Projektet pågick mellan 2010 till 2014. Projektet finansierades till 50 % av EU via EU:s Eco Innovation-program och stödet uppgick totalt till 6,5 miljoner kronor. EcoRub var projektledare och mottog 4,5 miljoner. EcoRubs partners var Tyres Herco SA i Grekland som är en gummileverantör, Business Interest Association ACS som är ett bilunderleverantörskluster i Slovenien samt Karlsruher institut für Technologie som är en forskningsinstitution. En stor del av projektet gick ut på att hitta potentiella kunder, något som EcoRub uppgår att de lyckades väldigt bra med.

Ledning och styrelse

Nils-Eric Öquist - Styrelseordförande

Nils-Eric Öquist tillträdde som styrelseordförande år 2009 och har sedan tidigare omfattande erfarenhet inom styrelsearbete och delägarskap för både noterade samt onoterade bolag. Han är VD för Bäckbacka Partners AB och även huvudägare. Han äger 75 % av Bäckbacka Partners AB och företaget äger i sin tur 2 227 739 aktier i EcoRub, varav 250 000 är A-aktier. Öquist med familj äger privat 466 785 B-aktier varav 272 500 ägs via kapitalförsäkring. Bäckbacka Partners AB har tecknat nya aktier till ett värde av 715 481,45 kr.

Ulf Bergström - VD och styrelseledamot

Ulf Bergström är sedan den 1 september 2014 VD i EcoRub. Tidigare har Bergström bland annat haft ledande befattningar inom Bahco Ventilation, Servera R&S och ABB Contracting. Bergström har erfarenhet inom produktionsledning, industriell marknadsföring, försäljning och företagsledning. Bergström äger inga aktier i EcoRub och tecknade heller inte några vid nyemissionen.

Bo Hammarström - Styrelseledamot

Bo Hammarström blev styrelseledamot i EcoRub i maj 2014. Hammarström har stor erfarenhet av chefs- och styrelsearbete i internationella företag och mindre företag. Hammarström äger Första Skogsfastigheten AB som äger 490 000 aktier i EcoRub, varav 60 000 är A-aktier. Första Skogsfastigheten har tecknat nya aktier till ett värde av 227 900,00 kr.

Gunnar Larsson - Styrelseledamot

Gunnar Larsson har varit styrelseledamot i EcoRub sedan 2010. Larsson är ägare och VD i företaget Plastteknik i Ostvik AB. Larsson äger privat 294 690 aktier i EcoRub, varav 100 000 av dessa är A-aktier.

Åke Paulsson - Utvecklingschef

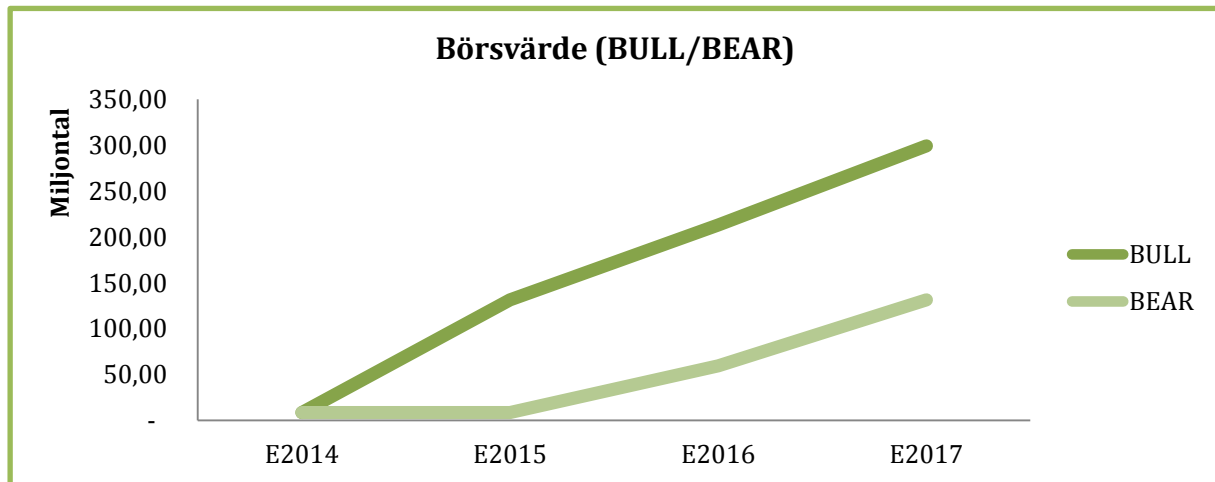
Åke Paulsson är sedan mars 2014 utvecklingschef på EcoRub. Paulsson var tidigare VD i företaget från det att bolaget bildades år 1991 till det att han tillträdde som utvecklingschef. Paulsson var den person som kom på idén med produkten och patentet. Paulsson äger 560 000 A-aktier och 843 923 B-aktier av EcoRub AB.

Ägarstruktur	Innehav (%)
BäckBacka Partners AB*	12.71 %
Flipacoin Invest AB	8.56 %
Åke Paulsson	8.01 %
Four-Chair	7.05 %
Moggliden AB	5.70 %

*Ägs till 75 % av Nils-Eric Öquist

Generellt intryck

Företaget har under det senaste året bytt ut medarbetare i organisationen och gjort nyanställningar. Detta på grund av deras nya produktionsanläggning och storsatsning på egentillverkning. Företaget har anställt en ny tekniskt ansvarig samt en ny ekonomichef, både hade motsvarande befattningar på Armstrong World Industries AB (företaget som tidigare ägde produktionsanläggningen i Holmsund). Detta ser vi som ett positivt tecken då de har god koll på hur maskineriet och verksamheten fungerar där, något som kommer gynna EcoRub vid uppstarten av fabriken. EcoRubs nyanställningar vittnar om att de är seriösa med den nya verksamheten och har insett att man behöver en bredare expertis. Många i företagets styrelse har mycket erfarenhet och är kunniga inom plast- och gummiindustrin. Dock är det en väldigt homogen grupp som sitter i styrelsen, det skulle säkerligen kunna gynna företaget med mer variation, till exempel ha med yngre personer och kvinnor i styrelsen som inte är delägare. Sammanfattningsvis tror vi dock att styrelsen och ledningen har den kunskap och det driv som företaget i dagsläget behöver för att komma igång med sin verksamhet och nå sina mål framöver.



Bull-case

Ett bull-case för EcoRubs del är att produktionen i industriell skala kommer igång snabbare än tänkt och omsättningen ökar snabbare än de satta målen. Detta ser vi som en möjlighet om EcoRub snabbt lyckas hitta en samarbetsleverantör för sin råvara gummi (dvs. använda däck) samt lyckas få större uppmärksamhet på marknaden med tanke på företagets miljöaspekt och således större kundkrets.

Eftersom EcoRub är ett företag med starkt miljö-tänk finns stor möjlighet att aktörer lägger märke till dem. Omsättningsmålet som har satts år 2017 uppgår till 100 miljoner kr, detta mål skulle kunna komma att uppnås snabbare, dvs. år 2016.

Vid en omsättning på 100 miljoner och samma vinstmarginal som vi räknat med skulle aktiepriset kunna uppgå till ca 10,13 kr redan om två år. Aktiepriset är en vägning mellan värdering av P/E och EV/EBIT. Vid fortsatt kraftig tillväxt skulle omsättningen för det kommande året därpå, 2017, kunna uppgå till 140 miljoner, något vi anser är rimligt. Vid denna omsättning skulle uppsidan bli ännu större och priset på aktien vid samma premisser som tidigare skulle uppgå till ca 14,23 kr.

I ett tänkbart bull-case finns också möjligheten att de tidigare än planerat börjar licensiera ut sitt patent samt sin metod för produktionen. På så vis skulle gummit kunna produceras i större skala och nå ut till fler kunder. Detta skulle precis som ovan generera en större omsättning än målet.

Bear-case

Ett bear-case kan i EcoRubs fall innebära flertalet olika utfall. Ett möjligt och negativt utfall har precis som i bull-caset med produktionen att göra. Risken finns att företaget inte kommer igång under nästa år som man tänkt. Detta kan tänkas uppkomma om företaget inte lyckas få ett partnerskap med en underleverantör som levererar gummi åt dem eller om andra problem uppstår i produktionen. I förstnämnda fallet skulle företaget behöva själva leta upp leverantörer till däck och sedan frakta dessa till fabriken. Detta skulle vara ineffektivt, dyrt och påverka produktionen avsevärt. Ifall de inte skulle få någon stabil leverantör av gummi skulle det säkerligen bli svårare för företaget att nå avtal i andra änden, dvs. med kunder. I värsta fall skulle omsättningen 2015 inte öka alls, utan kvarstår på 5 miljoner kronor. EcoRubs kostnader för gummiprodukterna skulle dock minska eftersom de kan tillverka själva och inte behöva köpa in det från USA.

Vid en produktion och en vägning mellan P/E-snitt och EV/EBIT-snitt skulle priset år 2015 bli 0,41 kr (det illustrerar hur övervärderat aktien är i dagsläget förhållandevis till produktion). Vid en uppskjutning av omsättningsmålet med ett år skulle aktiepriset uppgå till 2,84 kr, alltså en nedsida på 15 %.

Industriell
produktion

Partner med
underleverantör

När "break-
even"

Landar
stort
avtal

Finansiella Prognoser

För EcoRubs verksamhet är det mycket som kan tänkas förändras med den nya anläggningen som man förvärvat. De historiska resultaten som EcoRubs redovisat blir på något sätt inte lika relevanta och återspeglar inte framtiden allt för väl.

Omsättning

Som vi ser i grafen har EcoRubs omsättning varit allt annat än stabil. Bolaget räknas fortfarande som ett bolag i uppstartsfas och man har tidigare förmedlat att flertalet företag väntar med att teckna avtal med EcoRub tills man har en anläggning färdig för produktion. Vi kan se att omsättningen för 2014 har varit något mer stabil på ca: 1 miljon per kvartal. Med den nya anläggningen förväntar vi oss att antal nya avtal kommer att växa och ser därför att omsättningen för 2015 kommer att öka avsevärt.

EBIT

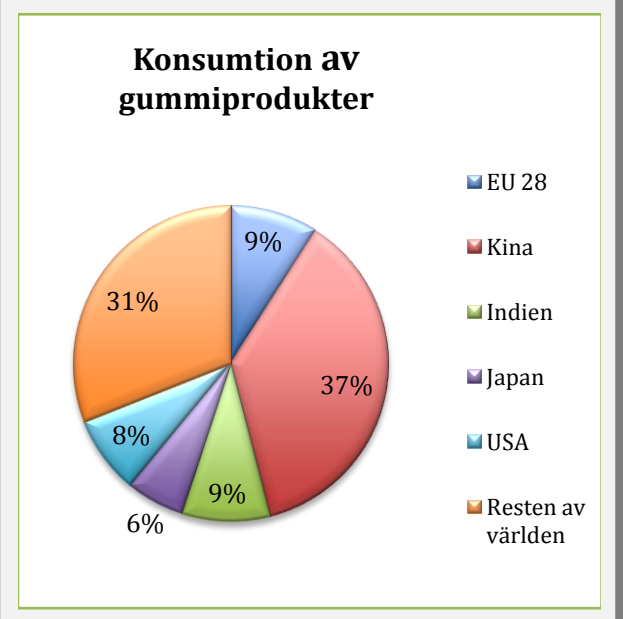
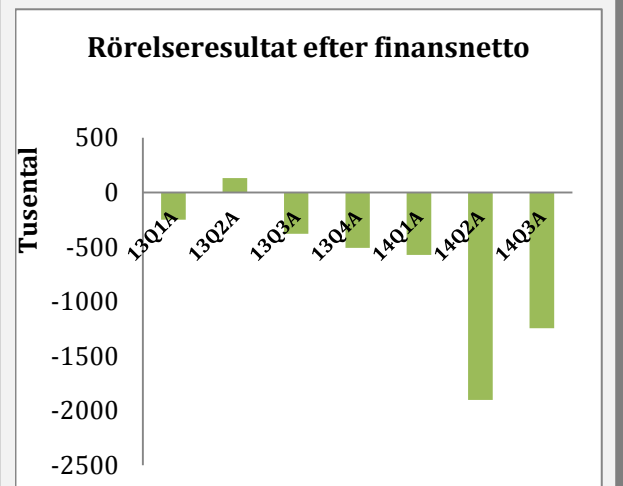
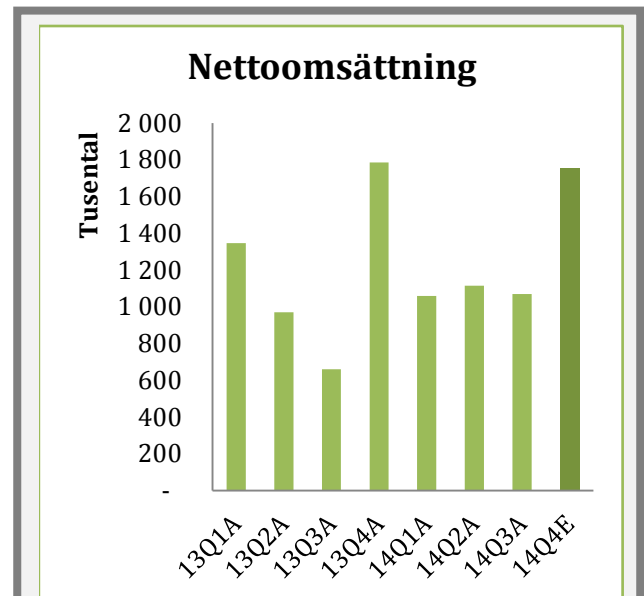
Under de senaste åtta kvartalen har endast ett kvartal resulterat i ett positivt rörelseresultat. För 2014 har de största kostnaderna varit övriga externa kostnader vilket vi tror beror på den nyförvärvade anläggningen.

Framöver ser vi att marginalerna sakta kommer att bli positiva och så småningom bli avsevärt bättre än branschsnittet. Detta på grund av lägre kostnader. Bolaget själva förmedlar att deras produktionskostnader kommer att bli avsevärt bättre än andra gummitillverkningsbolag, till exempel så behöver EcoRub endast använda 1,8 % av den energiåtgång som går åt för att framställa jungfruråvaran. För tillfället köper EcoRub in råvaran från partnern i USA men med den nya anläggningen kan man nu börja tillverka billigt på egen hand.

Snittet för EBIT-marginalerna för sektorn Rubber & Tires ligger på ca: 10 % vi ser att EcoRub kan komma att ligga mellan 15-20 % med sina produktionsfördelar. Med andra ord se vi att bolaget i snitt kommer att ha en EBIT-marginal på 17,5 %.

Gummimarknaden

Efterfrågan på gummi produkter under 2013 sjönk marginellt enligt ETRMA (European Tyre & Rubber Manufacturers Association), men som vi ser i grafen till höger så är den Europeiska gummi konsumtionen tvåa i världen efter Kina och tätt före Indien och USA. Med 9 % av världens totala gummi konsumtion i Europa agerar EcoRub på en marknad med goda möjligheter för deras produkter.



Värdering

Innan sommaren skrev vi en analys om bolaget Recyctec, som tog sig in på marknaden med sin lukrativa affärsmodell av glykolåtervinning. Vi skulle vilja påstå att EcoRub är ett bolag likt Recyctec på många sätt, med samma möjligheter för expansion och framgång även om produkterna är olika. På samma sätt som potentialen för EcoRub är stor likt Recyctecs så är även värderingen lika svår. Den nyförvärvade anläggningen kommer att ändra bilden för EcoRub då man nu på egen hand kan börja återvinna och producera gummi i större skala, något man inte hade möjlighet till tidigare. Därav är det inte särskilt relevant att titta allt för mycket på EcoRubs historik vid värderingen.

Genom att utgå ifrån maxkapaciteten i intäkter, vilket är baserat på anläggningen, har vi räknat bakåt för att värdera EcoRubs produktion de kommande åren. Ta dock hänsyn till att alla estimeringar är grovt baserat på den begränsat tillgängliga informationen. Värderingen görs med två snittnyckeltal som hämtats från gummiindustrin (rubber & tires). Nyckeltalen är P/E samt EV/EBIT som vi sedan viktat för att få ut ett värde på bolaget och ett aktiepris.

Baserat på information från bolaget så kommer EcoRub vid en fullskalig produktion att omsätta cirka 300 miljoner kr. Bolaget känner sig relativt säkra på en framtida omsättning om 100 miljoner kr år 2017. Våra estimat av omsättningen fram till

och med 2017 kan ses i tabellen nedan. Bolaget har förmedlat en omsättning på minst 5 miljoner kr 2014 och vi anser att en omsättning på 100 miljoner kr om 3 år är fullt möjligt att nå. När och om man når en fullskalig produktion är dock väldigt svårt att förutse, något varje läsare själva får avgöra. Vi förmedlar dock vår värdering på 30,60 kr/aktie vid en potentiell fullskalig produktion.

Med en rörelsemarginal på 15 - 20 %, således ett snitt på 17,5 % skulle vi år 2016 få en EBIT på cirka 10,85 miljoner kr och med EV/EBIT-snittet på 7,15 för gummiindustrin resulterar det i ett EV på cirka 77,6 miljoner kronor. Räknar vi med en konstant nettoskuld på 4,2 miljoner kr innebär detta ett börsvärde på cirka 73,4 miljoner kr och ett aktiepris på 3,49 kr/aktie.

Vid en värdering med P/E-snittet med samma vinst som ovan skulle vi få det högre börsvärdet på cirka 189,3 miljoner kronor samt ett aktiepris på 9,00 kr/aktie. Bolagets mål på ett börsvärde på 25 miljoner euro 2015 ser vi som lite väl optimistiskt om man inte på något förundransvärt sätt lyckas få igång fler anläggningar i andra länder. Värt att ta i beaktning är dock att detta mål förmedlades för en längre tid sedan.

Värdering (SEK)	E2014	E2015	E2016	E2017	Full Kapacitet
Börsvärde	2 034 761	31 751 949	73 356 011	120 903 511	371 153 511
Aktiepris (EV/EBIT)	0.10	1.51	3.49	5.75	17.64
Börsvärde	15 268 750	87 795 313	189 332 500	305 375 000	916 125 000
Aktiepris (P/E)	0.73	4.17	9.00	14.52	43.55
Viktat aktiepris	0.41	2.84	6.24	10.13	30.60



Viktat vi båda värderingar lika, skulle vi år 2016 få ut ett aktiepris på cirka 6,24 kr/ aktie. Uppsidan uppgår alltså till cirka 87 % om två års tid gentemot dagens kurs på 3,34 kr.

Många fanatiker och optimister skulle säkert argumentera att värderingen är för låg. Ser man dock till faktiska produktionsnivåer och inte till potential är bolaget idag övervärderat med tanke på vad dem producerar. Långsiktigt ser vi likt EcoRub själva att de riktigt stora avtalen som sätter fart i företaget kommer dröja en bra bit in i framtiden.

Det bör tilläggas att värderingen är enbart baserad på anläggningen i Holmsund, bolaget har stora möjligheter att expandera med många intresserade aktörer. Skulle man få igång en ny anläggning eller börja franchisa patentet skulle värderingen se annorlunda ut, detta får dock varje läsare själva spekulera vidare på och är inte en del av värderingen.

Rekommendation

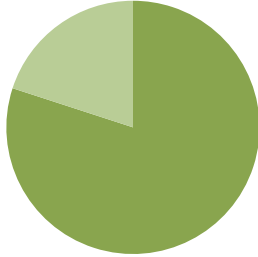
Långsiktigt köp med risker

EcoRub är ett spännande bolag med tanke på att de kommer börja producera i industriell skala med kommersiellt syfte. Det finns fortfarande oklarheter och risker kring företagets fabrik och framför allt kring råvaruleveranser, men dessa kommer i vår mening minska så fort företaget kommer igång rejält med produktionen. När produktionen kommer igång kommer företaget säkerligen få större medial uppmärksamhet och således också större intresse och handel i aktien. Vid värdering med båda de olika multiplarna ser man att dagens aktiekurs är kraftigt övervärderad gentemot produktionen och mycket av aktiepriset baseras på de förhoppningar som folk har på bola-

get. I framtiden tror vi att aktiepriset kommer bli alltmer kopplat till den faktiska produktionen. Aktien är i dagsläget väldigt volatil och handlas i små mängder, något som gör att vi inte anser att den är köpvärd på kort sikt. Tittar man däremot framåt i tiden och kollar på tänkbar vinst och omsättning får vi ut att aktien är köpvärd på lång sikt. Riktpri-set år 2016 är 6,24 kronor, en uppsida på 87 % från idag. Vid fullt utnyttjande i fabriken, dvs. en omsättning på 300 miljoner kronor får vi ut ett aktiepris på 30,60 kr, alltså en väldigt stor uppsida på 816 %. Hur lång tid det dröjer innan det uppfylls är dock omöjligt att förutspå.

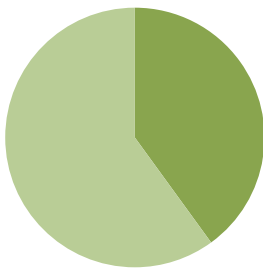
Disclosure:

Carl Hemmingson – äger inte aktier i EcoRub AB
Sepehr Sharafuddin – äger inte aktier i EcoRub AB

Avkastningspotential 8

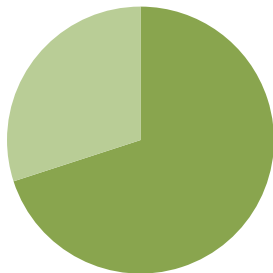
Avkastningspotential – 8 poäng

EcoRub erbjuder en produkt som är miljövänlig och på så vis unik på den tänkta marknaden och i dagens situation finns ingen aktör på den europeiska marknaden som kan konkurrera med detta. Detta i kombination med lägre kostnader och högre EBIT än den genomsnittliga aktören på gummimarknaden har företaget god chans att lyckas få igång en lukrativ och framgångsrik produktion inom det närmsta året. Vid beaktning av det som vi nyss nämnde anser vi att avkastningspotentialen som företaget har är väldigt god.

Lönsamhet 4

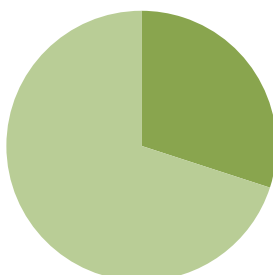
Lönsamhet – 4 poäng

EcoRub kommer enligt egen utsago nå positivt kassaflöde vid en försäljning på ca 30 miljoner kronor, något som enligt våra estimat kommer uppnås under 2016. Det i kombination med företagets potentiella EBIT gör att den potentiella lönsamheten den kommande tiden är bra. Kollar man på lönsamheten i dagsläget ser det annorlunda ut och EcoRubs lönsamhet är just nu väldigt låg.

Ledning 7

Ledning – 7 poäng

Företaget har nyligen stuvat om i styrelse- samt bolagsledningen, något som vi är positiva till. Flera nya medarbetare med kompetens kring nya produktionslinjen har tillkommit samt nya styrelseledamöter. Vår uppfattning är att ledningen är kompetent och erfaren, dessa aspekter är något som kommer gynna EcoRubs kommande utveckling. Att företaget har ett stabilt insideräggande och att flertalet styrelseledamöter tecknade fler aktier vid nyemissioner visar även att de tror på bolaget. En liten invändning vi har är att ledningen kunde vara mer diversifierad, något vi tror hade gynnat bolaget.

Trygg Placering 3

Trygg placering – 3 poäng

Som vi nämner ovan är avkastningspotentialen i EcoRub hög, men med tanke på att de nu börjar med egenproduktion är risken också väldigt hög. Det finns även en risk att deras produkt kommer konkurreras ut hårdare om någon annan aktör ger sig in på marknaden för ekologiskt gummi. När företaget får igång sin produktionsanläggning, får fler kunder och släpper mer information kommer risken i företaget att minska.

Riskbedömning

Nedan har vi valt att rangordna ett antal risker som vi bedömer vara de största med EcoRub.

1

Den risken som vi anser vara störst är risken att EcoRub inte lyckas hitta en partner för leverans av gummi till fabriken. EcoRub har yttrat sig om att man arbetar för att hitta en lämplig leverantör av återvunnet gummipulver, exempelvis Ragn-sells. Ifall man inte skulle kunna få till ett avtal med Ragn-sells, skulle man vara tvungen att vända sig utomlands. Ett partnerskap skulle leda till trygga och prisvärda leveranser av gummipulvret. Risken finns att EcoRub inte hittar någon partner alls. I så fall skulle EcoRub vara tvungna att själva leta upp gummit, dvs. däcken, och mala ner dem. Detta är samtidigt inte det lättaste då många länder i Europa har ett liknande system för återvinning som i Sverige. Detta scenario skulle orsaka större merkostnader för företaget vilket skulle komma att påverka slutpriset till konsumenten. På så vis skulle produkten tappa en av sina starka konkurrensfördelar, dvs. det låga priset.

2

En annan stor risk för EcoRub är att de inte lyckas slå sig in på marknaden och då inte lyckas ersätta och konkurrera med de nuvarande producenterna på marknaden. Även om EcoRub skulle kunna erbjuda ett lägre pris för motsvarande gummiprodukt har de nuvarande aktörerna ett förflutet och redan en etablerad kundkrets. Ett annat problem är att de som köper riktigt stora orders i mångmiljonklassen handlar inte med så små företag som EcoRub i första hand.

3

EcoRub har ännu inte själva producerat i industriell skala, och det finns i vår mening en risk att man inte vet om produktionsanläggningen kommer leva upp till förväntningarna. Även om testkörningarna uppges gett goda resultat finns risken att det inte blir lika lyckat när de ökar produktionen. Ifall det inte går som planerat, till exempel att produktionen blir dyrare än tänkt, finns en stor risk att man inte kommer kunna producera i tänkt ska-

4

la vilket i sin tur påverkar företaget och dess aktiekurs negativt.

EcoRub är idag ensam med sin produkt, ekologiskt gummi. Frågan är hur länge det kommer vara så. Flera av EcoRubs konkurrenter på gummi-marknaden är multinationella företag som har stora ekonomiska resurser. En omfattande satsning och produktutveckling av en konkurrent kan leda till avsevärt sämre försäljning för EcoRub. I värsta fall skulle en konkurrent lyckas ta fram en produkt som är lika miljövänlig och konkurrenskraftig vilket skulle kunna vara förödande för EcoRubs del. En annan risk är att ett globalt företag med stark kundkrets som arbetar med likartade produkter skulle bestämma sig att etablera sig inom EcoRubs verksamhetsområde.

5

EcoRub räknar med att pengarna från teckningsoptionen som kommer nästa höst skall användas till exempelvis marknadssanktioner. Vid ett kursfall, då teckningsoptionen blir dyrare än aktiekursen, finns en risk att de teckningsoptioner som finns och skall tecknas in under 2015 inte skulle komma att utnyttjas, detta då lösenpriset skulle vara högre än aktiekursen. Ifall det sker skulle företaget inte få in lika mycket kapital som tänkt. Hypotetiskt skulle det försvåra för EcoRub att nå sina tänkte mål och företaget skulle vara tvunget att dra in på kostnader, exempelvis rörande marknadssatsning.

6

Vidare finns även en risk gällande företagets patent. EcoRubs patent gäller i sju europeiska länder. Patentet omfattar inte alla produkter i EcoRubs sortiment och således kan inte företaget garantera att EcoRubs patentskydd utgör fullgott kommersiellt skydd i framtiden för vissa produkter. Risken att framtida patentansökningar avslås, något som tidigare skett, är också tänkbart.

Appendix

SEK	E2014	E2015	E2016	E2017	Full Kapacitet
Omsättning	5 000 000	28 750 000	62 000 000	100 000 000	300 000 000
EBIT (17.5 %)	875 000	5 031 250	10 850 000	17 500 000	52 500 000
EV/EBIT					
EV	6 256 250	35 973 438	77 577 500	125 125 000	375 375 000
Nettoskuld	4 221 489	4 221 489	4 221 489	4 221 489	4 221 489
Börsvärde	2 034 761	31 751 949	73 356 011	120 903 511	371 153 511
<i>Aktiepris (EV/EBIT)</i>	<i>0.10</i>	<i>1.51</i>	<i>3.49</i>	<i>5.75</i>	<i>17.64</i>
P/E					
Börsvärde	15 268 750	87 795 313	189 332 500	305 375 000	916 125 000
<i>Aktiepris(P/E)</i>	<i>0.73</i>	<i>4.17</i>	<i>9.00</i>	<i>14.52</i>	<i>43.55</i>
Viktat Aktiepris	0.41	2.84	6.24	10.13	30.60

Analyst Group



Disclaimer

Dessa analyser, dokument och all annan information som härrör från Analyst Group är framställt i informationssyfte för allmän spridning och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analysen är baserad på källor, uppgifter och kunniga personer som Analyst Group bedömer som tillförlitliga. Analyst Group kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Den framåtblickande informationen i analysen baseras på subjektiva bedömningar om framtiden, vilka alltid innehåller en osäkerhet och bör användas försiktigt. Analyst Group kan därför aldrig garantera att prognoser och framåtblickande estimat kommer att bli uppfyllda. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från Analyst Group, någon medarbetare eller person med koppling till Analyst Group alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och all annan information som härrör från Analyst Group är avsedd att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut rörande alla former av investering oberoende av vilken typ av investering det rör sig om. Varje investerare uppmanas att komplettera med ytterligare relevant material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. Analyst Group frånsäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av analyser, dokument och all annan information som härrör från Analyst Group.

Analyst Group har ej mottagit betalning eller annan ersättning för att göra analysen.