

24 april 2026

Pilotbesked höjer värdeintervallet

Xoma meddelar att bolaget går vidare i samarbetet med Boliden Rönnskär efter att tidigare tester med processvatten visat lovande resultat för biologisk rening med FLOW teknologin, särskilt avseende reduktion av tungmetaller med hjälp av mikroalger. Parterna har nu enats om att gå in i nästa fas där Xoma bygger sin första pilotanläggning för att validera teknologins prestanda i relevant skala, optimera driften och demonstrera kontinuerlig rening av processvatten från smältverket.

Projektkostnaden uppskattas till maximalt 1 miljon kronor och finansieras av Xoma, medan Boliden tillhandahåller den mängd processvatten som krävs under byggnation och test. Nästa steg som anges är att påbörja byggnation, genomföra installation och driftsättning vid Boliden Rönnskär samt genomföra testkörning och kalibrering i nära samarbete, där målet efter en lyckad pilot är att kunna ta nästa steg mot ett projekt i industriell skala.

CAPALISE bedömning

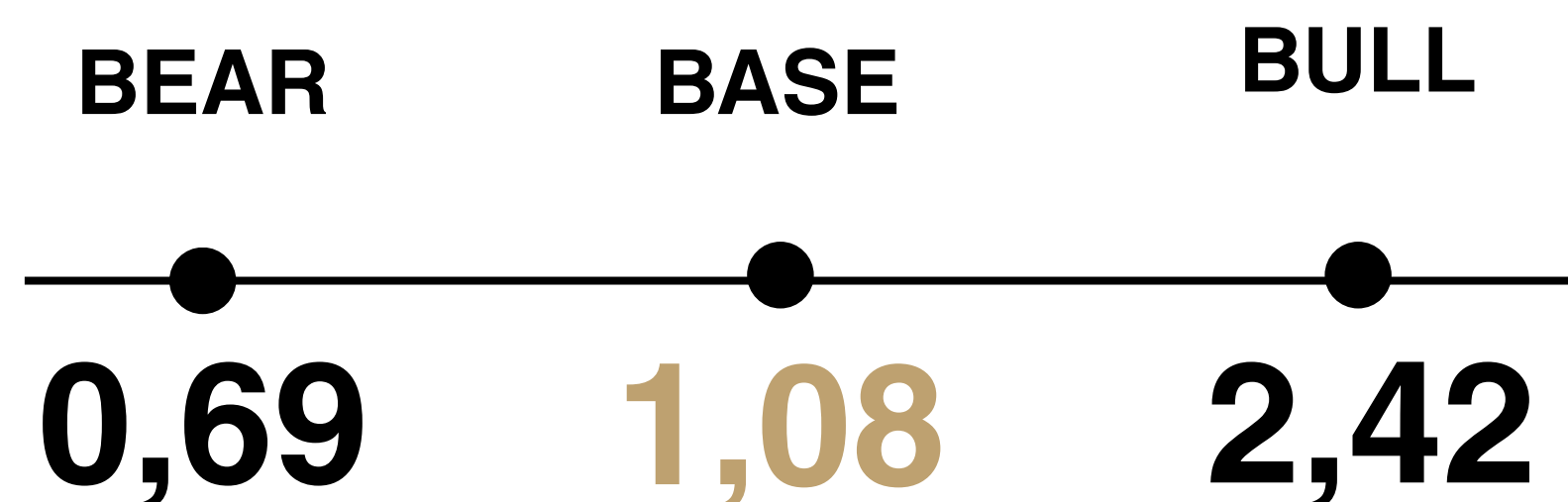
Vi bedömer att beskedet markerar ett tydligt kliv i Xomas kommersialiseringsresa, där FLOW lämnar laboriemiljö och tidigare verifieringstester för att nu prövas i en pilot i relevant driftmiljö hos en tung industriaktör. Det innebär en högre mognadsgrad och en mer marknadsnära validering av tekniken. Samtidigt bör projektet ses i en tydlig kostnadskontext. Investeringar i konventionella reningsanläggningar för processvatten med tungmetaller uppgår ofta till hundratals miljoner kronor, vilket skapar ett starkt incitament att utvärdera alternativ med lägre kapitalbindning och potentiellt bättre skalbarhet.

Ett lyckat pilotprojekt skulle därför kunna bli en stor värdedrivare för Xoma. Dels eftersom det skulle vara en tydlig validering i relevant skala, dels eftersom det öppnar dörren till sista steget i processen, ett projekt i industriell skala. Där kan både affärsvärde och signalvärde bli betydande. Marknaden kommer i praktiken att vilja se två saker framåt, att piloten snabbt kommer på plats och att Xoma kan leverera tydliga datapunkter som bekräftar reningseffekt och driftstabilitet. Om de punkterna faller på plats ökar sannolikheten kraftigt för att detta kan utvecklas från pilot till något som faktiskt kan förändra bolagets kommersiella förutsättningar.

Estimatlyft 2028 och högre motiverat värde

Vi justerar upp våra estimat för 2028 och höjer samtidigt motiverat värde i både bear och base. Bakgrunden är att pilotprojektet hos Boliden Rönnskär innebär ett tydligt steg i mognadsgrad där FLOW nu testas i relevant miljö och i en skala som kan utgöra underlag för nästa fas. En lyckad pilot bedöms öka sannolikheten för ett industriellt projekt väsentligt, vilket i sin tur förbättrar förutsättningarna för att tidigare lägga kommersiell traction och accelerera intäktsuppbyggnaden. Därmed reduceras även risken i caset relativt tidigare, vilket motiverar en något lägre riskpremie och högre värdeintervall

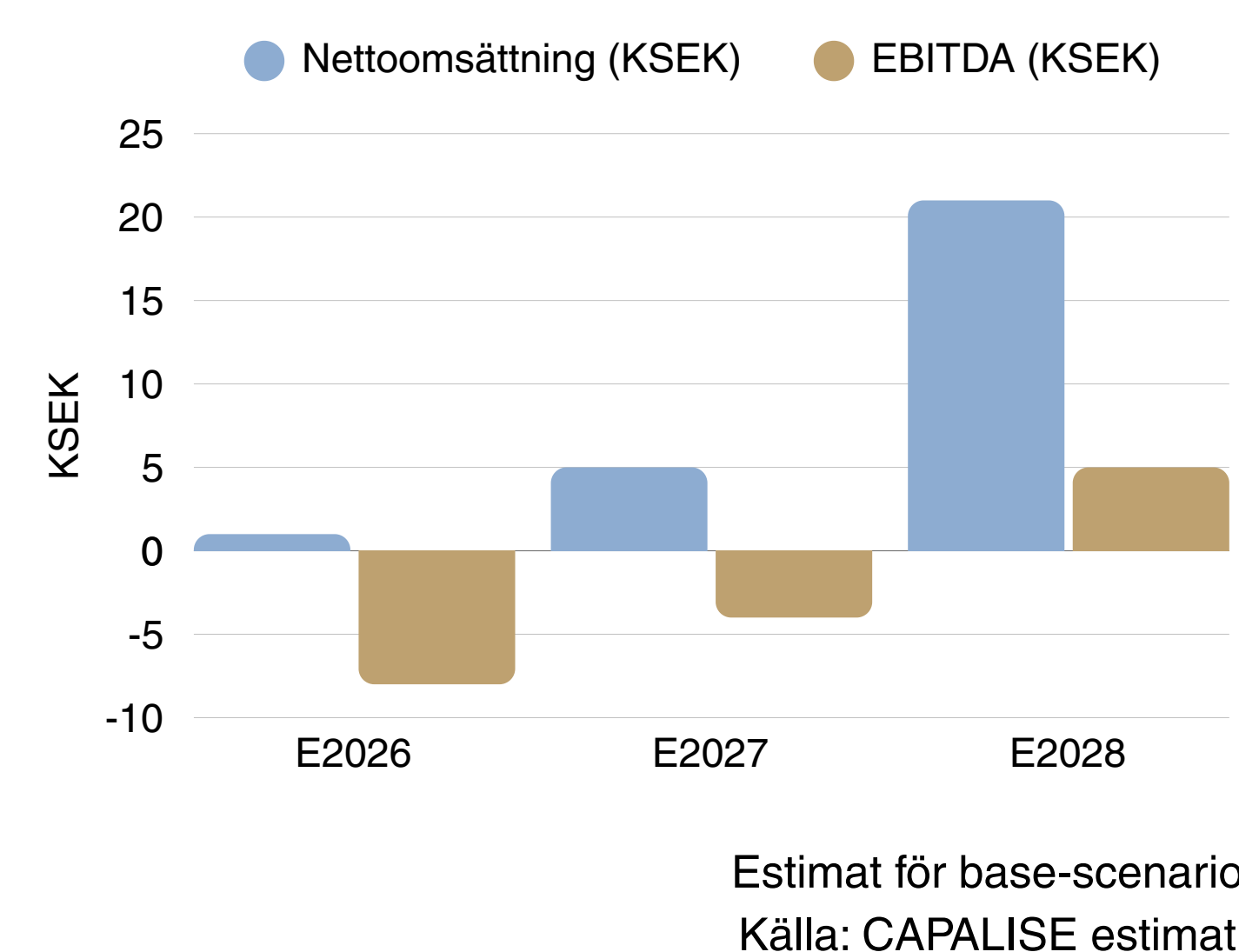
VÄRDERINGSINTERVALL



Fakta

Kurs (SEK):	0,306
Börsvärde (MSEK):	32,4
Antal aktier:	105 939 836
Lista	Spotlight
VD:	Mourad Lahdo
Kommande rapport:	2026-04-28

Estimat



Kursutveckling



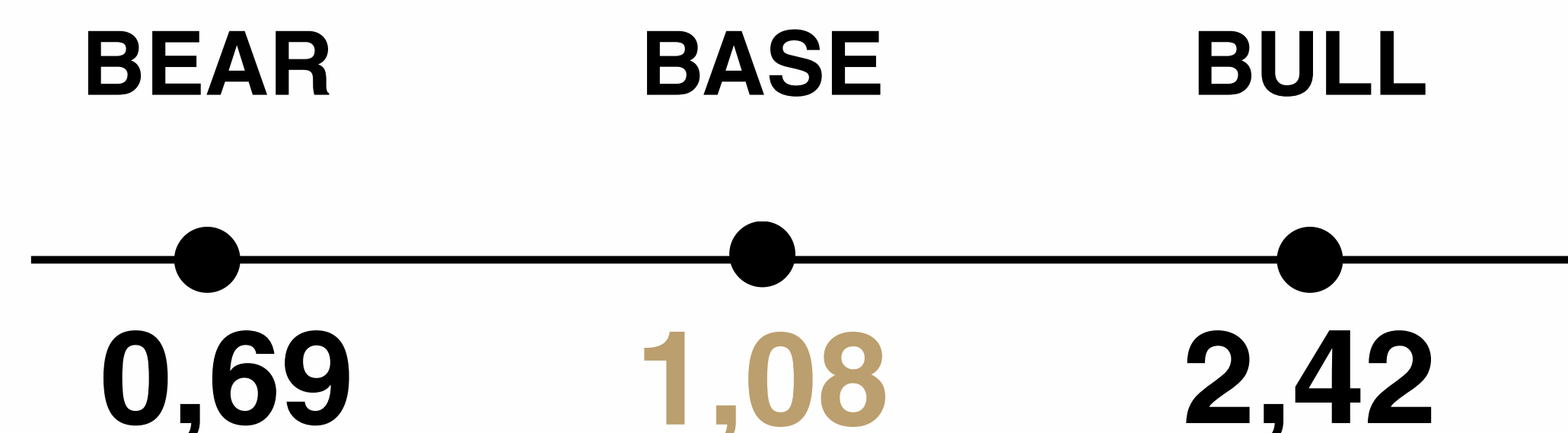
Analytiker

Felix Persson
Felix.Persson@capalise.com

Scenarioanalys

Värderingen av Xoma speglar ett tidigt kommersiellt skede där stor del av uppsidan är kopplad till framgångsrik industrialisering av FLOW och konvertering av pågående projekt till intäktsgenererande avtal. I base-scenariot antar vi att bolaget når ett första kommersiellt genombrott under de kommande åren, med högre intäktsvolym och ett positivt EBITDA bidrag från 2028.

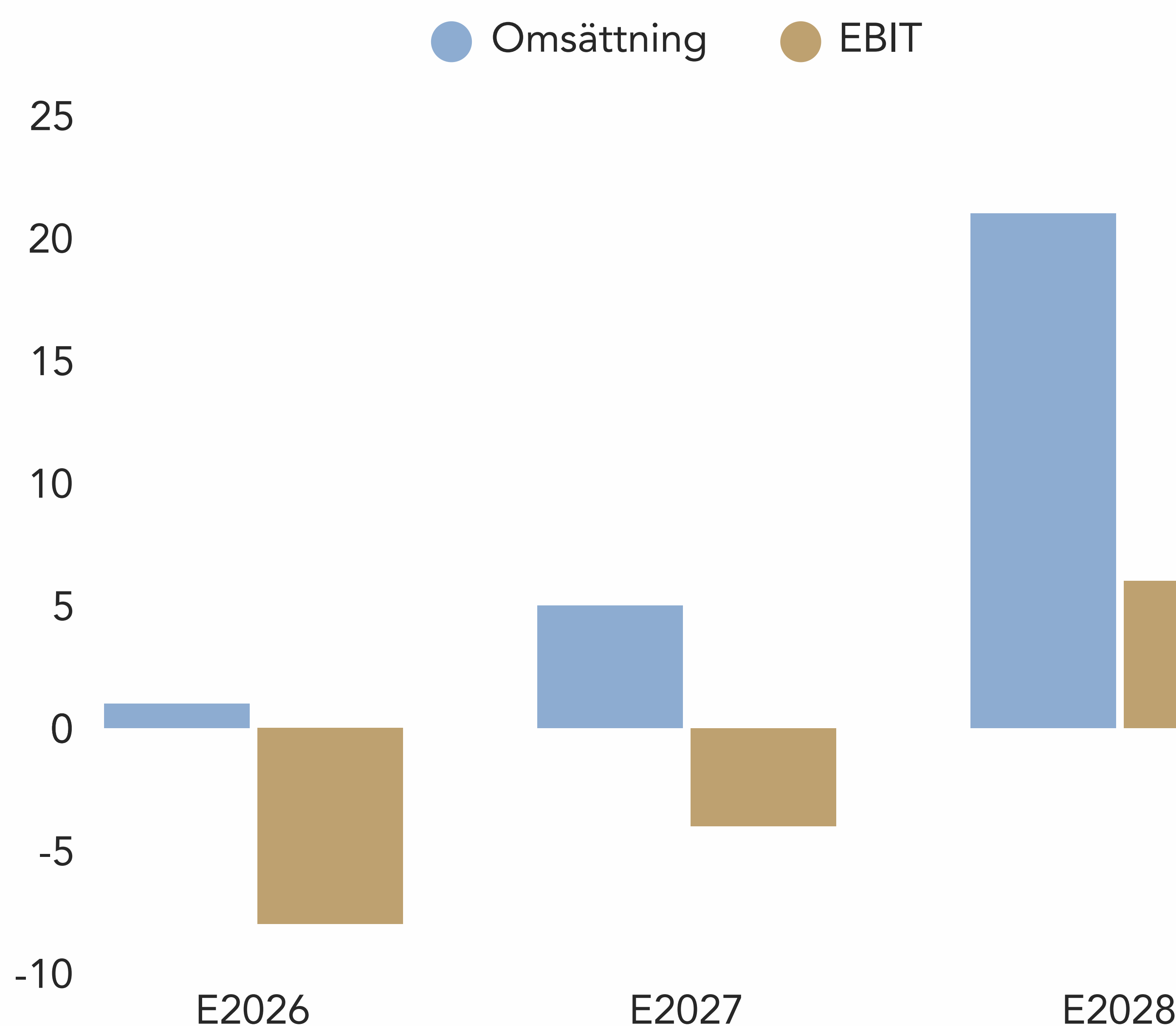
VÄRDERINGSINTERVALL



Värderingen baseras på en EV EBITDA ansats där vi applicerar en multipel om 20x på estimerat EBITDA för 2027, vilket reflekterar bolagets skalbara affärsmodell och potential vid kommersiellt genombrott.

Scenario	EBITDA 2028 (MSEK)	EV/EBITDA	EV (MSEK)	Börsvärde (MSEK)
Bear	4	20x	80	73,9
Base	6	20x	120	113,9
Bull	13	20x	260	253,9

Omsättningsestimater base-scenario



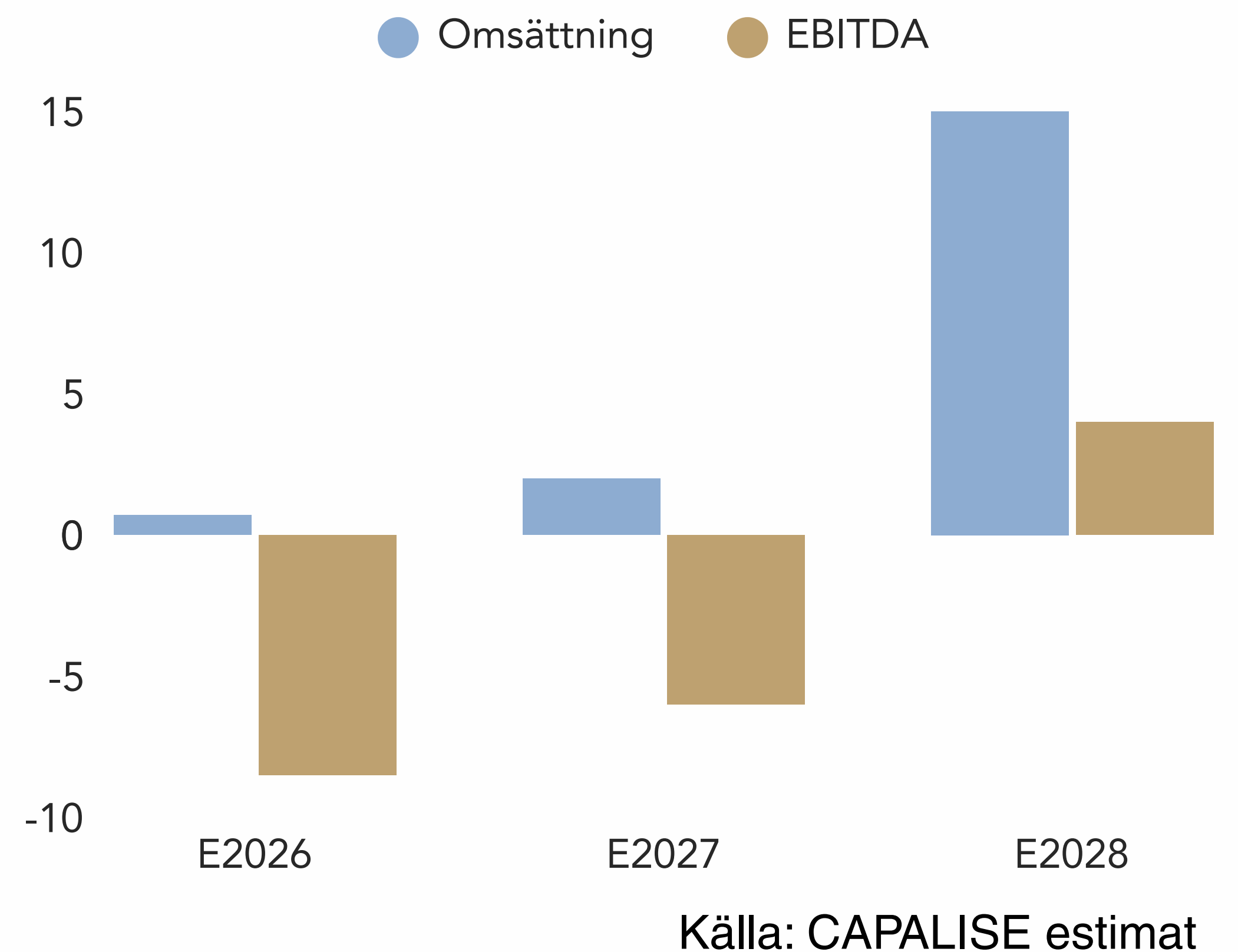
Källa: CAPALISE estimat

Risker

- **Projektutfall:** Osäkerhet i tidsplan och fakturering vid konvertering av teknisk verifiering till intäktsgivande kundavtal.
- **Finansieringsrisk:** Expansionsplanen är beroende av framgångsrik säkring av ytterligare kapital.
- **Regulatoriska risker:** Långsamma godkännandeprocesser för ny reningsteknologi kan försena innovation.

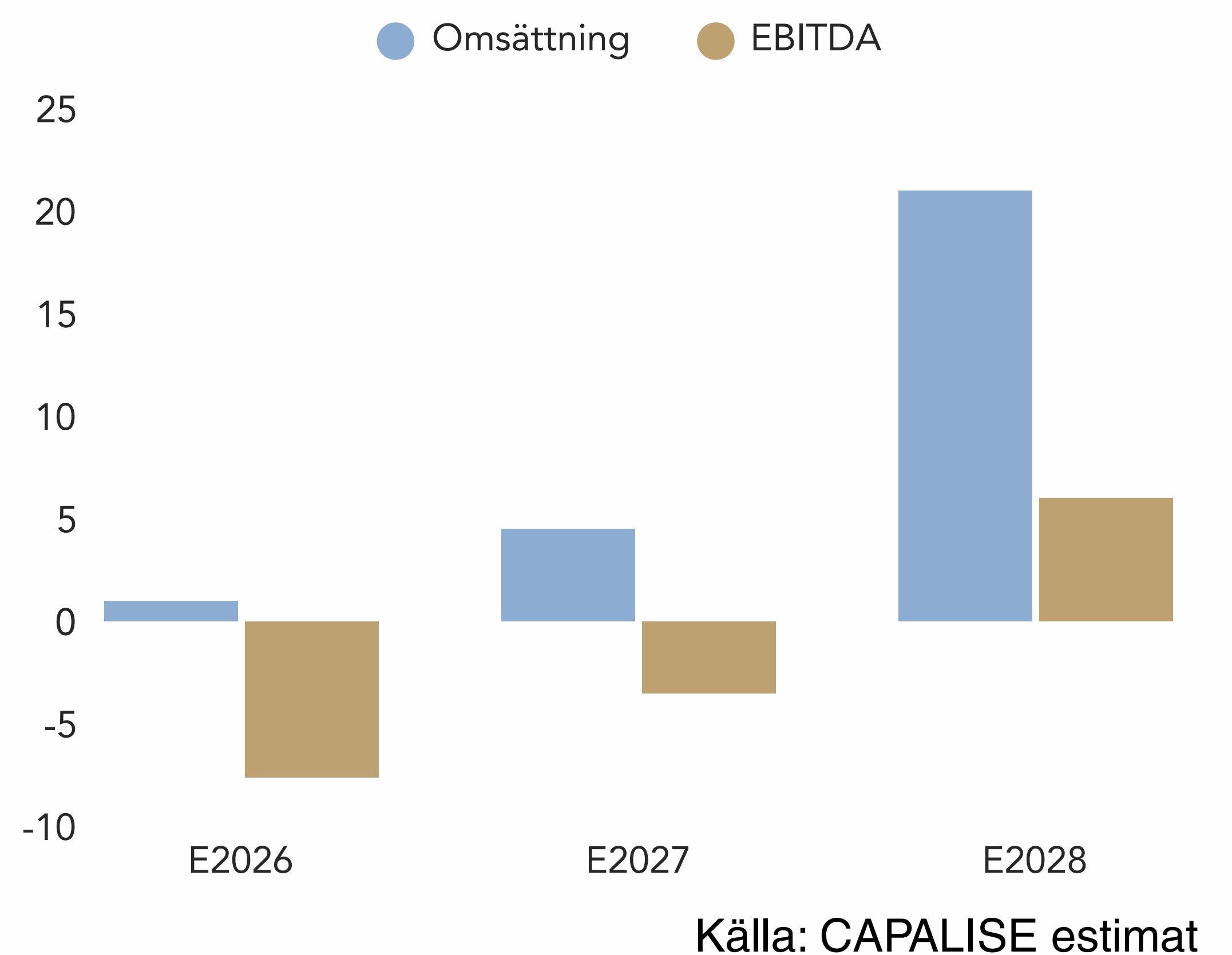
BEAR

Bear scenariot utgår från att bolaget tar viktiga steg i projektportföljen men att vägen från pilot till industriell skala tar längre tid än väntat. Pilotfasen med Boliden Rönnskär genomförs och ger viss teknisk validering, men konverteringen vidare mot ett projekt i industriell skala fördröjs, samtidigt som övriga projekt tar längre tid att mogna. Det innebär att intäkstillväxten blir lägre än i huvudscenariot och att bolaget fortsatt bär en kostnadsbas som är anpassad för uppskalning utan att volymerna materialiseras fullt ut. I detta scenario uppgår omsättningen för 2028 till cirka 15 MSEK och EBITDA till cirka 4 MSEK. Sammantaget innebär det att bolagets potential bara delvis realiserar under perioden, vilket motiverar ett värde per aktie runt 0,69 SEK.



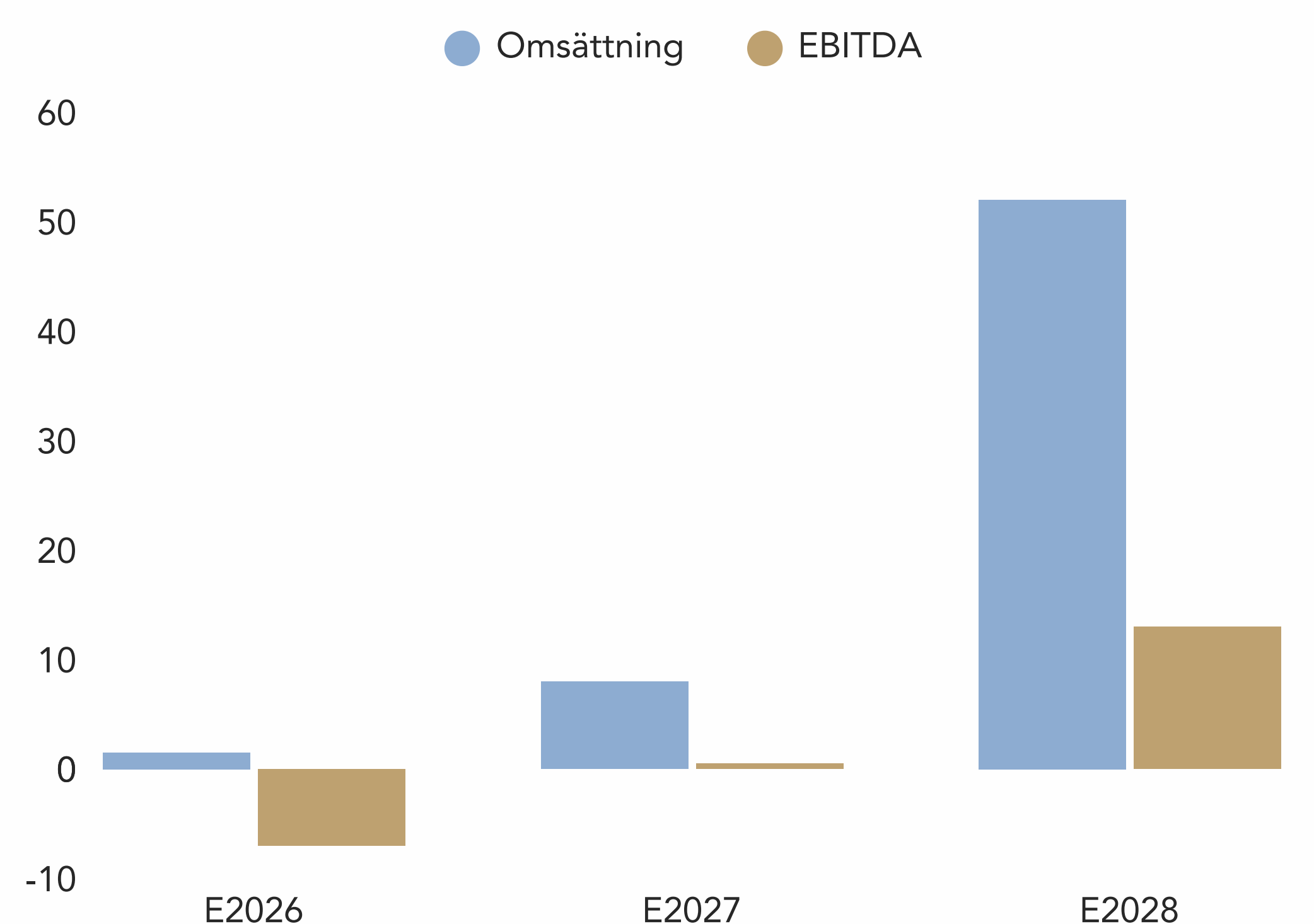
BASE

Base scenariot beskriver ett förväntat förlopp där Bolidenprojektet successivt rör sig från pilot till nästa fas, ett projekt i industriell skala. Pilotdriften blir därmed den centrala bryggan mellan teknisk validering och kommersiell uppskalning, samtidigt som övriga initiativ utvecklas i linje med planen. I takt med att FLOW bevisas i relevant driftmiljö förbättras bolagets förhandlingsläge och sannolikheten ökar för att pilotresultat kan omsättas i mer långsiktiga och återkommande intäkter. Det leder till en tydlig omsättningsuppväxling mot 2028, med omsättning om cirka 21 MSEK och EBITDA om cirka 6 MSEK. Värderingen speglar fortsatt genomföranderisk men en starkt kommersiell sannolikhet, vilket motiverar ett värde per aktie runt 1,08 SEK.



BULL

Bull scenariot bygger på att pilotprojektet hos Boliden Rönnskär faller väl ut och relativt snabbt blir språngbrädan till ett projekt i industriell skala. Ett sådant utfall skulle fungera som en stark referens och accelerera ytterligare kunddialoger, samtidigt som bolaget lyckas skala via partners och etablera en tydlig kommersiell modell. I detta scenario blir steget från pilot till industriell skala den avgörande värdedrivaren som lyfter både intäktsnivå och marginalprofil, där bolaget dessutom kan ta en tydligare premiumposition i sina mest relevanta tillämpningar. Omsättningen bedöms då kunna nå cirka 52 MSEK under 2028 med en EBITDA om cirka 13 MSEK, vilket motiverar ett värde per aktie runt 2,42 SEK.



Nedanstående estimat avser perioden 2026 till 2028 och presenteras i ett base scenario. Estimaten bygger på en bottoms up ansats där intäkterna drivs av antal aktiva pilotprojekt och deras konvertering mot större industriprojekt och kommersiella avtal. Under 2026 ligger fokus på uppbyggnad och genomförande där konsultintäkter och tidiga projektintäkter dominerar. Beskedet om att samarbetet med Boliden Rönnskär nu går vidare till pilot innebär att FLOW tar ett tydligt steg mot validering i relevant driftmiljö. Under 2027 väntas pilotdrift och optimering vara centrala, medan det avgörande skiftet i intäktsmixen väntas under 2028 i takt med att piloten kan övergå till ett projekt i industriell skala och att tekniken därmed får tydligare kommersiell hävstång. Licensintäkter bedöms kunna materialiseras när tekniken valideras och en skalbar struktur etableras via partners.

Antagande	2026E	2027E	2028E
Boliden Rönnskär – pilotbeslut	H1 2026	Pilotdrift pågår	Fullskalig utvärdering
Alfa Laval – samarbetsstatus	Teknisk integration	Kommersiell struktur	Partnerstruktur
Antal aktiva pilotprojekt	1	2–3	3–5
Intäktsmix (konsult/pilot/licens)	80% / 20% / 0%	40% / 55% / 5%	20% / 60% / 20%

MSEK	2025A	E2026	E2027	E2028
Nettoomsättning	0,3	1,0	4,8	20,5
Tillväxt (%)	–	233%	380%	327%
Kostnad sålda varor	-0,1	-0,3	-1,4	-6,4
Bruttoresultat	0,2	0,7	3,4	14,1
Bruttomarginal (%)	67%	70%	71%	69%
Personalkostnader	-0,9	-5,2	-4,8	-5,6
Övriga rörelsekostnader	-0,6	-3,6	-2,8	-2,7
EBITDA	-1,3	-8,1	-4,2	5,8
EBITDA-marginal (%)	neg.	neg.	neg.	28%
Avskrivningar	-0,2	-0,8	-1,3	-1,9
EBIT	-1,5	-8,9	-5,5	3,9

Källa: CAPALISE estimat

Antaganden och drivare

De operationella antagandena bygger främst på att Boliden Rönnskär går från genomförd förberedande testning till pilotdrift under 2026 och 2027, med målet att pilotutfallet ska kunna ligga till grund för nästa steg, ett projekt i industriell skala. Parallellt bedöms samarbetet med Alfa Laval successivt röra sig från teknisk integration mot en mer kommersiell struktur, vilket kan stödja skalförmåga och partnerdriven utrullning. Sammantaget innebär det att antalet aktiva pilotprojekt kan öka gradvis, samtidigt som intäktsmixen förskjuts från konsult mot pilot och därefter mot större projekt och licens.

Intäktsmix

Xomas intäktsbas är i dag i huvudsak konsultdriven, vilket är typiskt för ett bolag i kommersialiseringsfas. När Bolidenprojektet nu går in i pilotfas ökar andelen mer marknadsnära projektintäkter. Den viktigaste förändringen på sikt är dock om piloten kan tas vidare till industriell skala, vilket normalt innebär tydligt högre intäktpotential och bättre skalbarhet. I den fasen får bolaget också bättre förutsättningar att etablera återkommande intäkter via partner och licens, vilket successivt bör förbättra marginalprofilen.

Ansvarsbegränsning

Detta material har framställts av CAPALISE i informationssyfte för allmän spridning och är inte avsett att utgöra finansiell rådgivning eller en uppmaning att köpa, sälja eller behålla finansiella instrument. Informationen bygger på källor, data och uppgifter som CAPALISE bedömer som tillförlitliga, men ingen garanti lämnas för riktighet, fullständighet eller framtida utfall. Prognoser, scenarier (Bear/Base/Bull) och estimat är subjektiva bedömningar och innehåller alltid osäkerhet.

Investeringsbeslut som fattas med stöd av detta material sker självständigt och på egen risk.

Finansiella instrument kan både öka och minska i värde. Historisk avkastning är ingen garanti för framtida avkastning. Det finns risk att hela eller delar av det investerade kapitalet förloras. CAPALISE åtar sig inte att uppdatera, revidera eller korrigera materialet efter publicering. CAPALISE och dess företrädare fransäger sig allt ansvar för förlust eller skada, av vilket slag det vara må, som grundar sig på nyttjande av detta material.

Opartiskhet och intressekonflikter

CAPALISE, eller personer med koppling till CAPALISE, äger aktier i det analyserade bolaget. Analysen är framtagen med ambitionen att vara saklig, relevant och baserad på tillgänglig information.

Detta är en uppdragsanalys, vilket innebär att CAPALISE har erhållit ersättning från det analyserade bolaget för att ta fram materialet. Bolaget har faktagranskat sakuppgifter men inte haft någon möjlighet att påverka CAPALISE:s bedömningar, slutsatser eller värderingar.

Användning av AI-baserat analystöd

I arbetet med denna analys har CAPALISE använt språk- och analysverktyg baserade på artificiell intelligens som stöd i delar av arbetsprocessen, exempelvis vid textstrukturering och informationsbearbetning. Samtliga bedömningar, slutsatser och värderingsantaganden har dock utformats och fastställts manuellt av CAPALISE. AI-stödet har enbart använts för effektivisering och har inte ersatt den professionella analysen.

Scenarier och rekommendationsram

CAPALISE använder scenariobeskrivningar Bear / Base / Bull för att åskådliggöra osäkerhetsintervall och centrala värde drivare.

- Bear: Pessimistiskt scenario – antaganden som talar för negativ utveckling.
- Base: Huvudscenario – CAPALISE:s bedömda basantaganden.
- Bull: Optimistiskt scenario – antaganden som talar för positiv utveckling.

Scenarierna är inte investeringsrekommendationer, utan analytiska verktyg för att belysa möjliga utfall.

Rådgivningsfriskrivning

Detta material ersätter inte en personlig behovsanalys. Läsaren uppmanas att inhämta ytterligare information, göra egen analys och vid behov konsultera en licensierad finansiell rådgivare innan investeringsbeslut.

Upphovsrätt

© CAPALISE 2025. Alla rättigheter förbehålls.

Materialet är upphovsrättsligt skyddat och tillhör CAPALISE. Delning och spridning är tillåten i oförändrad form med angivande av källa. Bearbetning, publicering eller kommersiell användning utöver detta kräver skriftligt medgivande från CAPALISE.

© 2026 CAPALISE. Alla rättigheter förbehållna.