

ECOMB

AB (publ)

Bolagsanalys

av Impala Nordic
17 september 2026



IMPALA NORDIC

ECOMB – Bolagsanalys

Bevisad teknik prissatt till ett enda projekt

ECOMB AB (publ) ("ECOMB" eller "Bolaget") säljer det patenterade Ecotube-systemet till ägare av fastbränsleeldade pannor inom fjärrvärme och processindustri. Vattenkylda lansar förs in genom eldstadsväggen och tillför förbränningsluft, recirkulerad rökgas, kemikalier och i allt högre grad ren syrgas, exakt där omvandlingen är dålig. Resultatet är mindre kväveoxider vid källan och högre verkningsgrad, utan den ammoniakförbrukning som konventionell rökgasrening kräver. Bolaget är noterat på Nordic Growth Market.

Sedan det första kommersiella projektet 1995 har 72 Ecotuber installerats i ett sjuttioal projekt, motsvarande över 350 MSEK i ackumulerad omsättning. Den senaste referensen, ENA Energi i Enköping, verifierades av kunden till 73 procents NOx-reduktion och 0,4 procentenheter högre anläggningsverkningsgrad. Samma projekt bar dock 21,0 MSEK i material mot 18,8 MSEK i intäkt sedan den största underleverantören hoppat av, och 2025 blev i praktiken ett tomt år med 1,4 MSEK i omsättning.

Affärsmodellen har byggts om kring pro rata-kontrakt, där kunden själv utför entreprenaddelen, och en stegvis säljprocess som börjar med en parameteranalys för 25–50 kSEK. Ovanpå det ligger syrgasspåret, DOS och Zero, som är den första verkligt nya kommersiella vinkeln på ett decennium.

Vid 0,32 SEK uppgår rörelsevärdet till cirka 3 MSEK. Det är mindre än täckningsbidraget på ett enda färdigställt pro rata-projekt, och 0,8x EV/EBITDA på vårt basscenario för 2028. Marknaden prisar därmed inte in att ECOMB misslyckas kommersiellt, utan att Bolaget precis når nollresultat och aldrig växer därifrån. Nedsidan ligger i utspädningen, inte i tekniken.

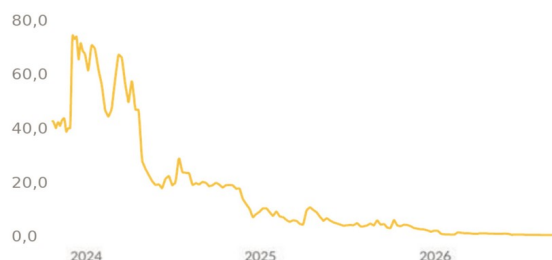
INVESTERINGSCASET I KORTHET

- **Teknikrisken är verifierad, försäljningen måste ta fart.** Enköping gav 73 procents NOx-reduktion och en citerbar kund. Begränsningen har aldrig varit fysiken. Den är orderfrekvens och leveranskapacitet fördelad på tre heltidsanställda.
- **Syrgasen öppnar ett nytt kommersiellt tillväxtspår.** EU:s elektrolysörutbyggnad skapar biprodukt-syrgas som ventileras bort. ECOMB:s lansar är redan sättet att injicera den. Exklusivt NDA med ett globalt industrigasbolag, 0,5 MSEK från Energimyndigheten och den första DOS-order från Västervik är de hårda datapunkterna.
- **Marknadspotentialen är stor.** Cirka 430 svenska pannor är avgiftsskyldiga för NOx och avgiftssystemet omsatte 573 MSEK under 2024. Efter trettio år har ECOMB en handfull av dem.
- **Utspädningen fortsätter att pressa aktien.** Splitjusterat har antalet aktier gått från 0,26 miljoner vid utgången av 2023 till 32,5 miljoner efter augustiemissionen.
- **Värderingen prisar in mindre än ingenting för Ecotube.** Rörelsevärdet är 3,4 MSEK. Innehavet i Ocean Recycle är bokfört till 5,0 MSEK, en nivå externa investerare betalade så sent som i oktober 2025. Accepterar man den blir kärnverksamhetens implicita värde negativt, trots 72 installerade Ecotuber och patent på samtliga huvudmarknader.
- **Ribban till lönsamhet är lägre än den ser ut.** En kostnadsbas kring 9 MSEK och 45 procents täckningsbidrag i pro rata-kontrakt innebär att omkring 20 MSEK i omsättning räcker för nollresultat. Basscenariot passerar dit under 2027 på två Ecotube-system och en handfull DOS-konverteringar.

ÖVERSIKT

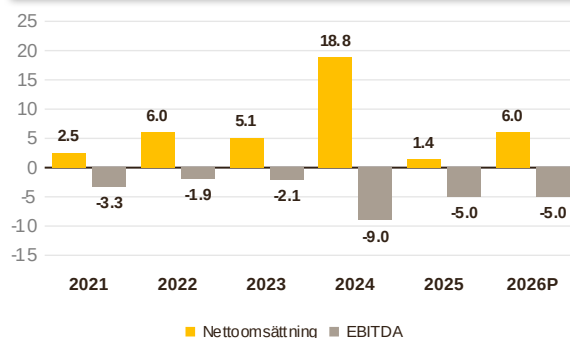
Ticker	ECOMB
Lista	Nordic Growth Market
Aktiekurs	0,30 SEK
Antal aktier	32 557 854
Börsvärde	9 MSEK
VD	Ulf Hagström
Ordförande	Göran Ernstson
Anställda (heltid)	3
HQ	Södertälje

AKTIEKURSENTVECKLING



Veckoslutkurser till och med 11 september 2026. Källa TradingView.

FINANSIELL UTVECKLING 21-26* (MSEK)



2021–25 enligt Impala Nordics teaseranalys 22 juni 2026. 2026P är Impala Nordics basscenario.

ÄGARSTRUKTUR (2026-06-26)

Tibia Konsult AB	13,76 %
Avanza Pension	7,81 %
Ulf Hagström	6,39 %
Claes Helgstrand	3,58 %
Nordnet Pensionsförsäkring	2,84 %
Ingvar Blomgren	2,32 %
Mikael Hammarlund	2,07 %
Filip Aldahan	1,60 %
Pekka Juhani Pesonen	1,54 %
Arne Rapp	1,52 %

Tio största ägarna motsvarar 43,4 procent av kapital och röster. Uppgifterna avser före företrädesemissionen i augusti 2026; ägare som inte deltog har spåtts ut med upp till 66,7 procent.



INVESTERINGSCASE – FÖRDJUPNING

EN VERIFIERAD TEKNIK SOM ANGRIPER NO_x VID KÄLLAN

Ecotube angriper NO_x där den bildas i stället för att rena rökgasen i efterhand. Två till fyra lansar förs in i eldstaden och injicerar luft med högt tryck och hög hastighet för att bryta upp den stråkbildning och skiktning som de flesta roster- och fluidbäddpannor lider av. Hos ENA Energi uppmättes 73 procents reduktion vid prestandaprov, hos SUEZ utanför Toulouse närmare 60 procent i detta fall, i båda fallen utan kemikalier. Lansarna är vattenkylda och fungerar som en panna i pannan, med upp till 2 MW återvunnen effekt beroende på storlek och placering.

**73 % NO_x-REDUKTION
VERIFIERAD AV KUNDEN
HOS ENA ENERGI**

För pannägaren är kalkylen ovanligt lätt att räkna hem: lägre NO_x-avgift, mindre ammoniak eller urea, lägre luftöverskott och därmed bättre verkningsgrad, och i flera fall högre maxlast. Återbetalningstiden har historiskt legat under tre år. Det gör beslutet till en underhållsbudgetfråga snarare än en strategisk investering, vilket spelar roll när energibolagens investeringskommittéer är försiktiga.

SYRGASEN GÖR EN MOGEN PRODUKT TILL EN NY

Ecotube DOS (Deep Oxygen Staging) injicerar 100–500 kg/h ren syrgas genom befintliga lansar. Fysiken är välkänd; det som saknats är ett precist sätt att tillföra syrgas utan att skada eldstaden, och det är exakt vad lansgeometrin ger. Den kommersiella låsningen sitter på utbudssidan: varje kilo grön vätgas ger åtta kilo biprodukt-syrgas som elektrolysöperatörer normalt inte har någon avsättning för.

**FÖRSTA ECOTUBE DOS-
INSTALLATIONEN
BESTÄLLD I JULI 2026**

Tre konkreta steg har följt. I februari 2026 tecknades ett exklusivt sekretessavtal med ett av de stora globala industrigasbolagen. Aktien steg 166 procent på dagen. I maj beviljade Energimyndigheten 0,5 MSEK till en demonstration tillsammans med Västervik Miljö & Energi. I juli lades den första kommersiella DOS-order, 0,5 MSEK, på biobränslepannan om 22 MW vid Stegeholmsverket.

ECOTUBE ZERO ÄR OPTIONSVÄRDE, INTE PROGNOSE

Ecotube Zero är ECOMB:s patenterade variant av oxyfuel: stora syrgasvolymmer plus recirkulerad rökgas höjer koldioxidhalten från cirka 13 procent mot 90 procent och minskar det rökgasflöde en avskiljningsanläggning måste hantera med 70–80 procent. Om konceptet fungerar som beskrivet blir avskiljningssteget väsentligt billigare och skorstenen kan stängas helt. Det ska sägas rakt ut att Ecotube Zero aldrig har installerats i en panna och att uppgiften om halverad CAPEX och OPEX är Bolagets egen, hänvisad till icke namngivna konsulter.

**ZERO ÄR
FÖRKOMMERSIELL: INGEN
PANNINSTALLATION HAR
ÄNNU GJORTS**

Vi behandlar Zero som en option på den nordiska och europeiska CCS-pipelin, inte som en intäktsrad. Den är värd något just därför att branschens problem är kostnad. Vattenfall, Heidelberg Materials och Växjö Energi har alla pausat avskiljningsprojekt på ekonomiska grunder. Men den behöver en första installation innan den kan värderas.

EN KAPITALSNÅL, PARTNERLEDD LEVERANSMODELL

ECOMB drivs av tre heltidsanställda, utan lokaler av betydelse och utan egen tillverkning. Tillverkningen ligger hos underleverantörer, internationell leverans hos partners i Frankrike och Storbritannien, och Bolaget behåller konstruktionen, styrmjukvaran och intrimningen. Fasta kostnader uppgick till 5,7 MSEK under 2025, varav 4,0 MSEK personal. Det är en låg ribba att ta sig över. På våra antaganden om täckningsbidrag räcker ungefär 13–15 MSEK i årlig omsättning för att bära hela kostnadsbasen.

**5,7 MSEK I FAST
KOSTNADSBAS OCH INGEN
EGEN FABRIK**

Relationen med RJM International fungerar åt båda hållen. RJM har den europeiska licensen för den amerikanska produkten Impulse Cleaning och ECOMB säljer och stödjer den i Sverige. Ordern i juli 2026 vid Tekniska Verkens Gärstadverk, 4,3 MSEK totalt där ECOMB tar en mindre andel, är det första kvittot på den kanalen.

EN SÄLJTRATT BYGGD FÖR ATT AVDRAMATISERA BESLUTET

Den reviderade processen för kunden genom prissatta steg (parameteranalys, panndiagnos och installation) där varje steg är fakturerbart och kvalificerar nästa. Ledningen uppger att ungefär hälften av alla parameteranalyser historiskt har lett till ett Ecotube-kontrakt. Sex analyser ligger för närvarande ute hos kunder, beställda av bland andra Bodens Energi, två nya svenska kunder och två större nordiska biobränslepannor, varav en redan har begärt offert på en panndiagnos.

**HÄLFTEN AV ALLA
PARAMETERANALYSER
HAR LETT TILL KONTRAKT**

INTRODUKTION

ECOMB AB registrerades 1990 och inledde verksamheten 1992, samma år som den första patentansökan för Ecotube lämnades in. Uppfinningen är mekanisk snarare än kemisk. I stället för att acceptera det luftmönster pannan en gång byggdes med förs indragbara lansar in genom eldstadsväggen så att sekundärluft kan tillföras med högt tryck och hög hastighet precis där den behövs. Bättre omblandning ger lägre flamtoppar, mindre oförbränt kol och kolmonoxid, och väsentligt mindre NOx.

Bolaget är noterat på Nordic Growth Market under kortnamnet ECOMB efter listbytet från Spotlight Stock Market i november 2024, som genomfördes för att sänka noteringskostnaden. Aktieägarna är cirka 2 000, de heltidsanställda tre, och organisationen i praktiken virtuell. Personalen arbetar hemifrån, lager finns hos underleverantörer och ekonomifunktionen är utlagd sedan 2023. Internationella projekt utförs via partners, med en långvarig fransk närvaro genom projektchefen Jean-Luc Coulbault i Aix-les-Bains och ett kommersiellt samarbete med RJM International i Storbritannien.

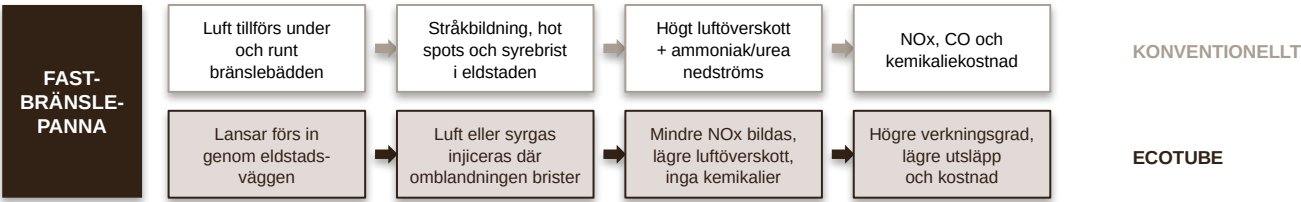
Dotterbolaget ECOMB Ocean Recycle AB, som ägs till 89 procent, bildades 2018 för att tillämpa samma kärnkompetens, att injicera gas i en vätska med precision, på vatten. Sedan 2025 har prioriteringen flyttats från syresättning av övergödda sjöar till PFAS-rening. Innehavet är bokfört till 5,0 MSEK i moderbolaget efter en nedskrivning om 2,0 MSEK under 2025.

SÅ FUNGERAR SYSTEMET

I en konventionell fastbränslepanna tillförs förbränningsluften under och runt bränslebädden, och operatören har mycket små möjligheter att påverka vad som händer mitt i eldstaden. Bränslekvalitet och fukthalt varierar, okontrollerat i avfallseldade anläggningar, vilket ger stråkbildning, hot spots och fickor med syrebrist. Den vanliga lösningen är att köra med högt luftöverskott, vilket kostar verkningsgrad, och därefter injicera ammoniak eller urea nedströms för att bryta ned den NOx som redan bildats, vilket kostar kemikalier och ger ammoniakslip.

Ecotube ändrar i stället randvillkoren. Eftersom lansarna kan positioneras och dras ut kan luftstegningen anpassas till den enskilda eldstaden, och eftersom samma hårdvara kan bära syrgas, urea eller ammoniak blir en installation plattformen för senare uppgraderingar. Det är kärnan i DOS- och Zero-vägen. Den dyra delen, att gå igenom tryckkärlet, görs bara en gång.

KONVENTIONELL FÖRBRÄNNING MOT ECOTUBE-SYSTEMET



INSTALLERAD BAS OCH GEOGRAFI

Omsättningen är starkt inhemsk. Av de 6,5 MSEK som fakturerades under 2025 innan återföringen av upparbetad intäkt på Enköpingskontraktet kom 6,1 MSEK från Norden, 0,3 MSEK från övriga Europa och 0,1 MSEK från utanför Europa. Koncentrationen speglar var projekten råkade landa snarare än strategi; den franska installerade basen med SUEZ är fortfarande den enskilt mest produktiva internationella relationen, och uppgraderingsordern till Evoneo i december 2025 var fjärde generationens hårdvara sålt in i samma två pannor.

UTVALDA REFERENSINSTALLATIONER

ANLÄGGNING	BRÄNSLE OCH STORLEK INSTALLERAD		UTFALL
ENA Energi, Enköping (SE)	Biobränsle, KVV, 75 MW	2024–25	NOx-reduktion 73 % vid prestandaprov; verkningsgrad +0,4 procentenheter, cirka 1 100 MWh bränsle per år. Garanti till april 2027.
SUEZ / Evoneo, Toulouse (FR)	Avfall, två pannor	2005–26	Nära 60 % NOx-reduktion enbart med luft; SNCR tillkom senare när kraven skärptes. Uppgraderad till senaste lansgenerationen under Q1 2026.
E.ON Flintrännan, Malmö (SE)	Biobränsle, FV, 50 MW	ca 2000, uppg. 2026	Tjugofem års drift. Omtrimmad under Q1 2026; kunden valde att stanna vid luftbaserad NOx-reduktion i stället för att lägga till ammoniak.
Västervik Miljö & Energi (SE)	Biobränsle, 22 MW	2014, DOS 2026	Platsen för den första demonstrationen av Ecotube DOS med syrgasinjicering, delfinansierad av Energimyndigheten, för leverans under 2026.

Totalt har 72 Ecotuber installerats i ett sjuttiototal projekt sedan 1995, med kunder i Sverige, Frankrike, Storbritannien, Nederländerna och USA. Källa: Bolagets rapporter, Impala Nordic.



BOLAGSBESKRIVNING

EN KONSULTATIV SÄLJPROCESS I TRE STEG

Den viktigaste strukturella förändringen de senaste två åren är inte en produkt utan en säljprocess. I stället för att presentera ett helt system för en pannägare som saknar kvantifierad bild av sin egen förbränning säljer ECOMB en sekvens av engagemang som var och ett betalas för och kvalificerar nästa. Det sänker kundens beslutströskel, det genererar kassaflöde medan säljcykeln löper. Eftersom Bolaget kan luta sig mot en referensbas om ett sjuttioåtal genomförda projekt kan ECOMB dessutom lägga välgrundade siffror på bordet tidigt i kundrelationen.

1	PARAMETERANALYS Off-site. Kunden lämnar minutmedelvärden över de viktigaste förbränningsparametrarna, som effekt, NOx, CO, luftöverskott och temperaturer. ECOMB återkommer med en kvantifierad bild av pannans brister och en indikativ bedömning av vad ett Ecotube-system skulle åstadkomma. Prissatt till kostnadstäckning.	25–50 kSEK
2	PANNDIAGNOS On-site, två till tre personer i minst en vecka. Den egenutvecklade vattenkylda videolansen används för att observera förbränningen i realtid, med stråkbildning och flamtoppar medan inställningar varieras. Avslutas med rapport, föreslaget antal lansar och en bindande offert med prestandagarantier.	0,3–0,8 MSEK
3	ECOTUBE-INSTALLATION Turn-key eller, allt oftare, pro rata: ECOMB levererar hjärtat i systemet och kunden utför rördragning, plattformar, trappor och kabeldragning. Betalning följer milstolpsplaner och projekten avslutas med prestandaprov mot garanterade förbättringar.	4–18 MSEK

TEKNIKSTEGEN I FYRA STEG – “MED ECOTUBE MOT VÄSENTLIGT BILLIGARE CCS”

Ovanpå säljprocessen ligger en teknikstegen som varje kund kan klättra i sin egen takt. Det kommersiellt eleganta i strukturen är att den dyra delen, att gå igenom tryckkärl och installera kylda lansar, betalas en gång, i steg ett, och att varje efterföljande steg återanvänder den.

FRÅN KONVENTIONELL FÖRBRÄNNING TILL STÄNGD SKORSTEN



Bolagets egen illustration av slutläget är värd att citera, eftersom den visar både ambitionen och behovet av försiktighet. För en 80 MW-panna kopplad till elektrolysörer anger ECOMB en indikativ driftförbättring om 88 500 SEK per timme, eller 712 MSEK per år, driven av intäkter från försäljning av vätgas och koldioxid mot kostnader för el, vatten och drift av elektrolysör respektive CCS-anläggning. Det är en helhetskalkyl för anläggningsägaren, inte en intäkt för ECOMB, och den förutsätter en energipark som ännu inte finns. Vi behandlar den som en indikation på var värdepoolen ligger, inte som en siffra att räkna på.

VAD ECOMB GARANTERAR

Kontrakten avslutas mot uppmätt prestanda, och garantilistan är en bra indikator på var kundvärdet sitter: högre maxlast och lägre minlast, så att pannan kan köras fler timmar per år; ökat energiuttag från lansarnas kylkrets, upp till 2 MW; lägre luftöverskott och därmed högre verkningsgrad; lägre NOx och ammoniakslip med motsvarande minskning av kemikaliekostnaden; lägre rökgasflöden; och minskat pannslitage. Återbetalningstiden har historiskt varit kort, typiskt under tre år. Garantitiden löper två år från övertagande. Enköpingsgarantin löper till april 2027.

Indikativa prisintervall är Impala Nordics estimat baserade på offentliggjorda ordervärden 2024–2026. Källa: Bolagets rapporter, Impala Nordic.



BOLAGSBESKRIVNING

SYRGAS: VARFÖR NU

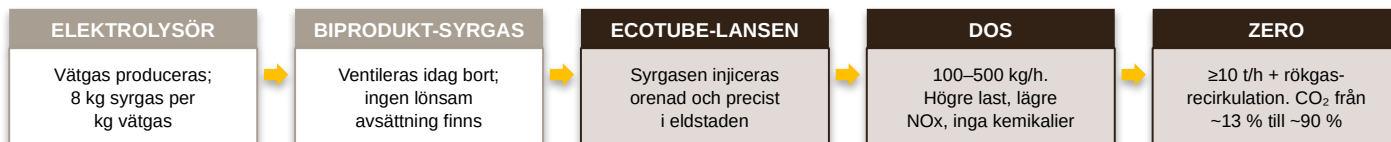
Att syreanrika förbränning är ingen ny idé. Det höjer flamttemperaturen, låter pannan köras på högre last, minskar mängden inert kväve genom eldstaden och krymper det rökgasflöde som varje efterföljande reningssteg måste hantera. Det som hållit tillbaka tekniken i fastbränslepannor är tillförseln. Grovt tillförd syrgas ger lokala hot spots, skadar infodring och kan göra utsläppen värre snarare än bättre. ECOMB:s argument är att lansen är den saknade komponenten. Den placerar syrgasen exakt där processen behöver den, med kontrollerad hastighet, och den kan dras ut.

Andra halvan av argumentet är ekonomiskt och verkligt nytt. EU:s mål om 10 miljoner ton inhemskt producerad förnybar vätgas till 2030 innebär runt 80 miljoner ton biprodukt-syrgas, eftersom elektrolys ger åtta kilo syrgas per kilo vätgas. Vätgasproducenter är inte i syrgasbranschen; att rena, torka, komprimera och transportera den är sällan värt besväret, så merparten ventileras bort. ECOMB kan ta emot den orenad, direkt från elektrolysören, vilket förvandlar ett avfallsproblem till en råvara. Bolaget uppskattar det teoretiska värdet av bortventilerad syrgas inom EU till omkring 80 miljarder kronor per år vid ett bulkpris nära 1 SEK per kilo; siffran är illustrativ snarare än adresserbar, men riktningen är rätt.

Tre konkreta steg har följt. I februari 2026 tecknade ECOMB ett exklusivt sekretessavtal med ett av de stora globala industrigasbolagen, där ECOMB står för förbränningstekniken inne i pannan och gasbolaget för syrgastillförseln. I maj beviljade Energimyndigheten 0,5 MSEK till en demonstration tillsammans med Västervik Miljö & Energi. I juli lades den första kommersiella DOS-order om 0,5 MSEK på pannan vid Stegeholmsverket, som haft Ecotuber sedan 2014.

Mellan DOS och en full oxyfuel-konvertering ligger ett mellansteg som är lätt att förbise men kommersiellt viktigt: att förse pannan med rökgasrecirkulation med full kapacitet. Det gör att kunden kan köra testkampanjer med en temporär syrgasanläggning och verifiera värmebalansen innan beslut om permanent syrgasproduktion fattas. Därmed förvandlas ett annars ofinansierbart språng till en följd av beslut som vart och ett kan motiveras för sig.

SYRGASKEDJAN: FRÅN BIPRODUKT TILL PANNPRESTANDA



Källa: Bolagets rapporter, REPowerEU:s vätgasmål, Impala Nordic.

ECOMB OCEAN RECYCLE – EN PFAS-OPTION INOM KONCERNEN

ECOMB äger 89 procent av ECOMB Ocean Recycle AB, bildat 2018 för att tillämpa precis gasinjicering på vatten i stället för på eldstäder. Den ursprungliga tanken var att syresätta övergödda sjöar och döda havsbottnar, och en flotta byggdes 2021. Under 2025 smalnades affärsidén av. Prioriteringen är nu PFAS-rening av råvatten med en patenterad mikrobubbelteknik, med syresättning kvar som sekundär möjlighet.

Logiken bakom bytet är rakt fram och enligt vår mening riktig. Syresättningsprojekt tar månader eller år att verifiera ekologiskt, vilket gör dem svåra att sälja och omöjliga att fakturera mot milstolpar. PFAS-rening kan verifieras på dagar genom att mäta vad som kommer ut ur vattnet. Två patent är nu beviljade. Sveriges gränsvärde om 4 ng/l för summan av fyra PFAS i dricksvatten trädde i kraft den 1 januari 2026 och Danmark har redan gått till 2 ng/l, så regeltrycket är verkligt och skärps.

Två demonstrationsprospekt har drivits: en reservvattentäkt som måste kunna användas i kris, och en läckande lakvattendamm uppströms ett råvattenintag. En ansökan om demonstrationsfinansiering lämnades in i mars 2026. Inget är ännu signerat och dotterbolaget har ingen omsättning. Investerare bör notera att innehavet är bokfört till 5,0 MSEK i moderbolaget, nära den pre money-värdering om 5,6 MSEK som 23 externa investerare satte när de tillförde 0,41 MSEK i oktober 2025, men motsvarande ungefär 40 procent av ECOMB:s hela börsvärde.

TVÅ BEVILJADE PATENT
OCH NOLL OMSÄTTNING,
BOKFÖRT TILL 5,0 MSEK,
CA 40 % AV BÖRSVÄRDET



Nedan följer det offentliggjorda order- och partnerflödet sedan Enköpingskontraktet. Det är värt att läsa på två sätt. Frekvensen i kundkontakterna har tydligt förbättrats, med nio separata kommersiella händelser under de tolv månaderna till juli 2026 mot en handfull under motsvarande föregående period. Men värdet per händelse har fallit kraftigt, eftersom mixen förskjutits mot första stegets analyser. Båda är följder av samma medvetna strategi, och provet på strategin är om analyserna konverterar under 2027.

ECOMB – OFFENTLIGGJORDA ORDRAR OCH KOMMERSIELLA HÄNDELSE

DATUM	BESKRIVNING	VÄRDE
2026-07-28	Första DOS-ordern någonsin. Syrgasinjicering genom befintliga Ecotuber i biobränslepannan om 22 MW vid Stegeholmsverket, Västervik Miljö & Energi. Delfinansierad av Energimyndigheten; leverans under 2026.	0,5 MSEK
2026-07-23	Impulse Cleaning-system till en av Tekniska Verkens fem avfallspannor vid Gärsdäverket i Linköping, vunnen tillsammans med RJM International. ECOMB har en mindre del av kontraktet. Kunden har erbjudit sig att vara referenskund.	4,3 MSEK*
2026-05-11	0,5 MSEK i bidrag från Energimyndigheten till demonstrationsprojektet för Ecotube DOS, tillsammans med Västervik Miljö & Energi och ett globalt industrigasbolag.	0,5 MSEK
2026-04-23	Parameteranalyser av två avfallseldade pannor hos Bodens Energi. Intresset drivs av NOx-reduktion och av koncepten DOS och Zero.	0,05 MSEK
2026-04	Parameteranalys av en stor nordisk biobränslepanna intill en planerad metanolfabrik. Levererad i maj; kunden har begärt offert på panndiagnos.	u.s.
2026-03-27	Visuell dokumentation av vattensotningens funktion på en avfallspanna hos en återkommande svensk industrikund.	0,035 MSEK
2026-02-17	Exklusivt sekretessavtal med ett av de stora globala industrigasbolagen avseende gemensamma syrgasprojekt. Aktien +166 procent på dagen.	u.s.
2026-02	Parameteranalys för en biobränslepanna i södra Sverige, nära en nyligen driftsatt elektrolysör vars syrgas idag inte utnyttjas. Ny kund.	0,03 MSEK
2025-12-09	Första parameteranalysen för en större nordisk biobränslepanna (100 MWth) ägd av ett globalt energibolag. Det är ECOMB:s första uppdrag där en CCS-anläggning finns med i kundens planer.	0,03 MSEK
2025-12-03	Uppgradering av det befintliga Ecotube-systemet hos Evoneo, dotterbolag till SUEZ i Frankrike, till senaste lagsgenerationen. Slutfört under Q1 2026.	1,1 MSEK
2025-10-16	Avsiktsförklaring om nyinstallation av ett Ecotube-system vid en industrianläggning, signerad med en medelstor internationell EPC-aktör. Förväntat täckningsbidrag 4–6 MSEK; pro rata-struktur. Projektstart framflyttad från H1 2026 till kommande vinter.	TB 4–6 MSEK
2025-10-10	Uppgradering, parameteranalys och omtrimning av biobränslepannan om 50 MW vid E.ON Flintrännen i Malmö, 25 år efter ursprunglig installation. Slutfakturerad under Q1 2026.	1,0 MSEK
2023-11 / 2024	Offentlig upphandling vunnen i november 2023 och kontrakt tecknat 2024 för ett fullskaligt Ecotube-system i biobränslepannan om 75 MW hos ENA Energi i Enköping, ECOMB:s hittills största svenska kontrakt. Övertaget 30 april 2025; uppmätt NOx-reduktion 73 procent.	17 MSEK

* Totalt kontraktswärde för RJM och ECOMB tillsammans; ECOMB har endast uppggett att den egna andelen är mindre. TB = täckningsbidrag enligt Bolagets vägledning, inte omsättning, u.s. = uppgift saknas. Källa: Bolagets pressmeddelanden, Impala Nordic.



AFFÄRSMODELL

SÅ TJÄNAR ECOMB PENGAR

ECOMB är en projektaffär med en liten tjänstesvans, inte en återkommande intäktsmodell. Intäkter redovisas enligt successiv vinstavräkning mot milstolpsplaner, vilket innebär att redovisad omsättning följer leverans snarare än orderingång och kan svänga våldsamt: 18,8 MSEK 2024, 1,4 MSEK 2025, 1,5 MSEK enbart under det första kvartalet 2026. Det finns inget abonnemangsskikt, ingen förbrukningsvaruannuitet och inget serviceavtal av betydelse. Det som däremot finns är en lång installerad bas som genererar uppgraderingsordrar vart tionde till tjugofemte år, som E.ON 2026 efter tjugofem år och SUEZ 2026 efter tjugo. Det ger intäktsraden ett optionsvärde som orderboken inte visar.

Kostnadsbasen är liten och nästan helt fast. Redovisade rörelsekostnader uppgick 2025 till 6,1 MSEK, varav personal 4,0 MSEK, övriga externa kostnader 1,6 MSEK och material endast 0,4 MSEK eftersom det inte fanns några projekt att leverera. Avskrivningarna är oväsentliga, 33 kSEK, eftersom patentportföljen är i det närmaste helt avskriven. Tre heltidsanställda, två tillfälliga projektanställda, hemmakontor och utlagd ekonomifunktion ger en årlig kontant kostnad för att driva Bolaget på ungefär 6 MSEK före projektkostnad.

PROJEKTEKONOMI

ECOMB redovisar inte bruttomarginal per intäktsslag, så siffrorna nedan är våra estimat utifrån offentliggjorda ordervärden, det vägleda täckningsbidraget på avsiktsförklaringen från oktober 2025 och redovisad materialkostnad under projektår. Två saker är viktiga. För det första är täckningsbidraget väsentligt högre i ett pro rata-kontrakt än i ett turn-key, inte för att ECOMB tjänar mer, utan för att den lågmarginala entreprenaddelen försvinner ur böckerna. För det andra ligger analys- och diagnossteget nära nollresultat med avsikt. De är marknadsföring som kunden råkar betala för.

UPPSKATTAD PROJEKTEKONOMI PER INTÄKTSSLAG

INTÄKTSSLAG	OMFATTNING	EST. TB-MARGINAL	TYPISK ORDER
Parameteranalys	Off-site, prissatt till kostnadstäckning	≈ 0 %	25–50 kSEK
Panndiagnos	On-site, marknadspris, 2–3 personer i en vecka	40–50 %	0,3–0,8 MSEK
Ecotube-system, pro rata	Endast lansar, styrsystem och intrimning	45–55 %	4–8 MSEK
Ecotube-system, turn-key	Inklusive rör, plattformar, kablage och bygg	15–25 %	10–18 MSEK
DOS-konvertering	Mindre hårdvaruändring på befintlig installation	50–60 %	0,5–2 MSEK
Impulse Cleaning (med RJM)	ECOMB håller kundrelationen och stödjer leveransen	u.s.	Mindre andel

Impala Nordics estimat. Bolaget redovisar inte marginal per intäktsslag.

PARTNERS OCH KANALER

Partnermodellen är det som gör att tre personer kan leverera industriprojekt i flera länder. I Frankrike arbetar projektchefen Jean-Luc Coulbault från Aix-les-Bains och håller SUEZ-relationen som nu gett fyra generationer hårdvara i samma två pannor. I Storbritannien är RJM International både leveranspartner i Ecotube-projekt och huvudman i motsatt riktning: RJM har den europeiska licensen för den amerikanska produkten Impulse Cleaning, en rengöringsmetod med korta tryckpulser för pannans värmeöverförande ytor med över 350 installationer i USA. ECOMB säljer och stödjer den i Sverige.

Gärstadordern i juli 2026 är den första utdelningen på den kanalen och betyder mer än storleken antyder. Den ger ECOMB en svensk referens för en produkt Bolaget inte behövt utveckla, den sätter ECOMB framför avfallspanneägare som är exakt målgruppen för Ecotube, och RJM har allokerat ytterligare en person till Sverige. Ett kommunalt energibolag har kvalificerat ECOMB genom en RFI-process och förhandling pågår.

Tillverkningen följer samma logik. Lansarna tillverkas i Sverige och MSR-utrustningen levereras i stor utsträckning av svenska underleverantörer, medan övrig utrustning i internationella projekt köps in lokalt av partnerorganisationen. ECOMB äger ingen fabrik och har i praktiken inget lager. Svagheten är den uppenbara. Bolaget styr inte säljinsatsen på sina internationella marknader och kan inte enkelt byta partner.

TURN-KEY MOT PRO RATA – LÄRDOMEN FRÅN ENKÖPING

Enköpingskontraktet förklarar det mesta av vad som hänt aktien sedan dess. Det tekniska utfallet var utmärkt, med 73 procents NOx-reduktion, över Bolagets egna förväntningar. Det finansiella var det inte. Den största underleverantören hoppade av mitt i projektet, leveransen blev sen och dyrare än budgeterat, och redovisad material- och underentreprenadkostnad om 21,0 MSEK översteg de 18,8 MSEK som intäktsfördes 2024. Ett enda kontrakt tvingade fram en räddningsfinansiering med banken och största ägaren i november 2024.

Svaret har varit att ändra kontraktsformen snarare än produkten. I en pro rata-struktur levererar ECOMB lansarna, styrsystemet och intrimningen medan kunden upphandlar och installerar rör, plattformar, trappor och kablage i eget namn. Intäkten per projekt sjunker, men det gör också den andel av kontraktsvärdet som ECOMB måste finansiera och garantera. Avsiktsförklaringen från oktober 2025 är skriven på precis den grunden, och ledningen beskriver den uttryckligen som att minimera komplexitet och finansiell risk. Vi ser det som periodens viktigaste styrningsförändring.

MARKNADSPOTENTIAL

HUR STOR ÄR MARKNADEN EGENTLIGEN?

Frågan är berättigad, eftersom ECOMB själv sällan kvantifierar den. Vi har därför byggt uppskattningen underifrån, med den svenska pannflottan som ankare eftersom den är den enda hårda siffran som finns. Slutsatsen är enkel att formulera och obekvämt att smälta. Marknaden är inte begränsningen. Efter trettio år har ECOMB en handfull av de omkring 430 svenska pannor som är avgiftsskyldiga för NOx. Det som begränsar Bolaget är säljkraft och leveranskapacitet fördelad på tre anställda.

DEN LÖPANDE KOSTNADSPOOL SOM ECOTUBE ADRESSERAR

Det mest övertygande sättet att storleksbedöma marknaden är inte att räkna pannor utan att räkna på vad pannägarna redan betalar varje år för det problem Ecotube löser. I Sverige omsatte NOx-avgiftssystemet 573 MSEK under 2024. Ovanpå det ligger kemikaliekostnaden: ammoniak och urea tillverkas av naturgas, och ECOMB uppskattar merkostnaden för den svenska pannflottan till omkring 1 miljard kronor per år, eller 2–3 MSEK per panna. Den samlade årliga kostnadspoolen i Sverige ligger därmed kring 1,5 miljarder kronor, mot en engångsinvestering på 4–8 MSEK per panna med återbetalning under tre år.

ADRESSERBAR MARKNAD – UPPSKATTNING UNDERIFRÅN

GEOGRAFI	DEFINITION	ANTAL PANNOR	INST. VÄRDE
Sverige	Pannor avgiftsskyldiga för NOx, fastbränsle	ca 430	ca 2,6 mdr SEK
Norden	Fastbränslepannor >5 MW i fjärrvärme och industri	ca 1 200	ca 7,2 mdr SEK
Europa	Fastbränslepannor >5 MW, varav ca 1 200 avfallseldade linjer vid omkring 500 avfallsförbränningsanläggningar	ca 5 000	ca 30 mdr SEK

Antalet svenska pannor är Bolagets uppgift. Övriga volymer är Impala Nordics estimat. Installerat värde beräknat på 6 MSEK per panna, dvs. mittpunkten i intervallet för ett pro rata-system. Beloppen avser ett bestånd, inte en årlig marknad.

FRÅN TEORETISK MARKNAD TILL REALISTISK ANDEL



Proportionerna är det väsentliga. Även i ett scenario där ECOMB levererar fem fullskaliga projekt om året, vilket vore fem gånger den historiska takten, motsvarar det under en halv procent av den nordiska adresserbara marknaden över ett decennium. Det finns med andra ord ingen realistisk prognos där marknadsstorleken är det som håller tillbaka Bolaget. Uppsidan sitter i genomförandet, och nedsidan i finansieringen.

Till detta kommer två optioner som vi inte prissätter. Den installerade basen om 72 lansar är en färdig kundlista för DOS-konverteringar om 0,5–2 MSEK styck, där hårdvaran redan sitter på plats. Och Ecotube Zero adresserar en helt annan storleksordning: Stockholm Exergis BECCS-projekt anges kosta omkring 13 miljarder kronor i CAPEX för en anläggning. Om påståendet om halverade avskiljningskostnader håller är värdet per projekt i miljardklassen. Men tekniken har aldrig installerats, och vi räknar med noll.

VAD SOM FAKTISKT DRIVER ANTALET AFFÄRER

Efterfrågan utlöses inte av marknadsstorlek utan av tre händelser hos kunden: en tillståndsprövning som skärper utsläppskraven, ett planerat underhållsstopp där ingreppet kan göras utan produktionsbortfall, och ett bränslebyte som gör förbränningen mer variabel. Ecotube kan installeras under ett normalt revisionsstopp, vilket är en av produktens starkaste praktiska egenskaper. Att bevaka de tre händelserna över några tusen europeiska pannor är dock ett säljarbete som en organisation på tre personer inte kan utföra, vilket är precis varför emissionslikviden ska gå till en förstärkt säljorganisation.

MARKNAD OCH DRIVKRAFTER

PANNFLOTTAN OCH DESS FÖRUTSÄTTNINGAR

ECOMB:s marknad är det installerade beståndet av fastbränsleeldade pannor: biobränsle- och avfallseldade enheter i fjärrvärme och kraftvärme, plus pannor i processindustrin. Enbart i Sverige omfattas omkring 430 pannor av kväveoxidavgiften. Bolagets egen undersökning av 60 svenska pannor i intervallet 5–240 MW, ungefär 15 procent av flottan varav 77 procent biobränsle och 23 procent avfall, är den bästa tillgängliga bilden underifrån av den populationen och av dess inställning till klimatinvesteringar.

Två strukturella krafter arbetar för ECOMB. Flottan är gammal och körs hårdare. Naturgas och andra konventionella bränslen har blivit dyra och geopolitiskt besvärliga, så pannägare har ställt om till biobränsle, avfall och returbränslen som varierar mer i kvalitet, är mer korrosiva och sliter hårdare på pannan. Det är precis de förhållanden där förbränningsoptimering lönar sig. Och utsläppskraven rör sig bara åt ett håll. Det omarbetade industriutsläppsdirektivet som antogs 2024 skärper ramverket, BAT-slutsatserna för stora förbränningsanläggningar och avfallsförbränning sätter referenspunkterna, och tillståndsprövningar är den praktiska utlösaren för ett investeringsbeslut.

DEN EKONOMI KUNDEN FAKTISKT MÖTER

Den svenska kväveoxidavgiften är den enskilt viktigaste siffran i ECOMB:s säljcase, och den är kraftfullare än den ser ut. Avgiften har gällt sedan 1991 för ägare av större kraftvärmepannor eldade med biobränsle och avfall, och systemet omsatte 573 MSEK enbart under 2024. ECOMB grundades året efter att avgiften infördes, och NOx-reduktion har varit den röda tråden sedan dess; Bolaget värderar sin ackumulerade NOx-reduktion till över 105 MEUR baserat på det svenska avgiftssystemet.

Pannägaren betalar 50 SEK per kilo NOx som släpps ut, men intäkterna återförs till samma kollektiv i proportion till nyttiggjord energi. Systemet är därmed i det närmaste intäktsneutralt i aggregat och starkt omfördelande i detalj: en panna med lägre utsläpp per MWh än genomsnittet är nettomottagare, en med högre är nettobetalare. Att minska NOx med 73 procent innebär alltså inte bara att undvika en kostnad. Det flyttar anläggningen från ena sidan av överföringen till den andra.

Ovanpå det ligger kemikaliekostnaden. De flesta svenska anläggningar reducerar NOx genom att injicera urea eller ammoniak nedströms. Båda tillverkas av naturgas, och råvarupriset på ammoniak har stigit kraftigt sedan 2022; ECOMB anger den samlade merkostnaden för den svenska pannflottan till omkring 1 miljard kronor per år, eller 2–3 MSEK per panna. Ecotube angriper NOx innan den bildas och minskar eller eliminerar därmed förbrukningen helt, som hos E.ON i Malmö, som 2026 valde att stanna vid luftbaserad reduktion i stället för att lägga till ammoniakinjicering.

VARIFRÅN VÄRDET KOMMER – ILLUSTRATIV 50 MW BIOBRÄNSLEPANNA

VÄRDEDRIVARE	MEKANISM	ANDEL AV KUNDKALKYLEN
Position i NOx-avgiftssystemet	50 SEK/kg sedan 1991, omfördelas på nyttiggjord energi; 573 MSEK omsattes 2024. En reduktion om 73 procent flyttar en typisk panna från nettobetalare till nettomottagare.	Hög
Kemikalieförbrukning	Urea eller ammoniak för SNCR. Råvarukostnaden kraftigt upp sedan 2022; 2–3 MSEK per panna och år enligt Bolagets uppskattning.	Hög
Pannverkningsgrad	Lägre luftöverskott. Verifierat till 0,4 procentenheter och cirka 1 100 MWh bränsle per år hos ENA Energi. Återbetalningstid på ett fullt system historiskt under tre år.	Medel
Tillgänglighet och lastregister	Högre maxlast och lägre minlast ger fler drifttimmar per år; lansarnas kylkrets återvinner upp till 2 MW.	Medel
Aska och underhåll	Mindre oförbränt kol sänker kostnaden för kvittblivning av flygaska; bättre omblandning minskar risken för lokal korrosion.	Låg–medel

Impala Nordics bedömning baserad på Bolagets uppgifter och det svenska NOx-avgiftssystemet. Andelarna är en kvalitativ bedömning.

Följdsatsen är att ECOMB:s säljcase är starkast där NOx-avgifter biter, kemikaliepriserna är höga och bränslet varierar, vilket beskriver Sverige, och i ökande grad Danmark, Finland och Beneluxländerna. Det är svagast där pannan redan har en välfungerande SCR-anläggning, där anläggningen står inför nedläggning, eller där operatören saknar mätkultur. Att kvalificera mot de tre villkoren är i praktiken vad parameteranalysen gör.



MARKNAD – CCS, VÄTGAS OCH PFAS

KOLDIOXIDAVSKILJNING: STOR PIPELINE MED ETT KOSTNADSPROBLEM

Ecotube Zero riktar sig mot en marknad som finns på papperet och kämpar i praktiken. Stockholm Exergis BECCS-projekt i Värtan går vidare. Det gäller Sveriges största biobränslepanna på 380 MW, med avskiljning av omkring 800 000 ton koldioxid per år och transport och lagring via Northern Lights, till en investeringskostnad. Bolaget anger till omkring 13 miljarder kronor och med hög driftkostnad. Nästan allt annat i Sverige har gått åt andra hållet. Vattenfall har pausat sina planer i både Uppsala och Jordbro, Heidelberg Materials har lagt cementprojektet i Slite på is och Växjö Energi har pausat sin investering. Det uppgivna skälet är i samtliga fall ekonomi.

ECOMB:s egen undersökning av 60 svenska pannor visade att 38 procent hade genomfört förstudier om koldioxidavskiljning, att 90 procent ansåg konventionell teknik för dyr och att endast 5 procent bestämt sig för att installera den. Resultatet är dåligt för klimatet och, läst noggrant, rimligt gott för ECOMB: den bindande restriktionen i pipeline är kostnad per ton, vilket är precis vad ett oxyfuel-frontend gör anspråk på att adressera. Bolaget säljer till de 5 procent som bestämt sig, och hoppas att de 90 procenten blir adresserbara om kostnadskurvan rör sig.

Mekanismen är volymminskning. Förbränning i syrgas och recirkulerad rökgas i stället för luft tar bort större delen av kvävet ur strömmen, så koldioxidhalten stiger från 13–16 procent mot 90 procent och det rökgasflöde avskiljningsanläggningen måste hantera faller med 70–80 procent. Avskiljningsutrustning dimensioneras på volym, så besparingen är strukturell snarare än marginell. Förbehållen är lika strukturella. Ingen har byggt det, syrgasbehovet är minst 10 ton i timmen, och anläggningen behöver en elektrolysör eller en luftgasanläggning i närheten för att ekonomin ska gå ihop alls.

PFAS: EN MARKNAD SOM SKAPAS AV REGELVERK I REALTID

Den marknad Ocean Recycle siktar mot fanns inte för fem år sedan och skapas av regelverk. EU:s dricksvattendirektiv satte bindande PFAS-gränsvärden som medlemsstaterna tillämpar från januari 2026; Sveriges gränsvärde för summan av fyra PFAS i dricksvatten är 4 ng/l, Danmarks 2 ng/l. Ett förslag till generellt PFAS-förbud, som Sverige är medförfattare till, bereds hos den europeiska kemikaliemyndigheten. I praktiken läcker varje nedlagd deponi i Europa PFAS till sitt lakvatten, och brandövningsplatserna är värre.

Den ekonomiska logik Ocean Recycle bygger på, att det är billigare att avlägsna PFAS vid källan än i vattenverket, är sund och densamma som ligger bakom Ecotube på förbränningssidan. Konkurrensfrågan är svårare. Granulerat aktivt kol och jonbytesmassa är de etablerade teknikerna i vattenverken; för att koncentrera PFAS ur råvatten kommersialiseras skumfraktionering redan internationellt, och fältet är fullt av välfinansierade nykomlingar. Två beviljade patent och en flotta är en utgångsposition, inte en vallgrav.

REGULATORISKA OCH MARKNADSMÄSSIGA DRIVKRAFTER

DRIVKRAFT	MEKANISM	STATUS	RELEVANS
Svensk NOx-avgift	50 SEK/kg, omfördelas på nyttiggjord energi	I kraft	Direkt, omedelbar
Industriutsläppsdirektivet (omarbetat)	Skärpt ramverk och tillståndsprövning för stora förbrännings- och avfallsanläggningar	Antaget 2024, infasas	Direkt, 2026–30
Råvarukostnad ammoniak och urea	Reagens för SNCR; råvaran är naturgas	Förhöjd sedan 2022	Direkt, omedelbar
EU:s mål för förnybar vätgas	10 Mt inhemsk produktion till 2030 innebär ca 80 Mt biprodukt-syrgas	Horisont 2030	Möjliggör DOS och Zero
Nordisk CCS-pipeline	Kostnad per ton är den bindande restriktionen; flera projekt pausade	Levande men skör	Möjliggör Zero
PFAS-gränsvärden i dricksvatten	SE 4 ng/l och DK 2 ng/l från januari 2026; EU-begränsning under beredning	I kraft / under beredning	Möjliggör Ocean Recycle

Källa: Bolagets rapporter, EU-lagstiftning, Impala Nordics bedömning.

Vår sammanvägda bild av marknaden är att efterfrågetrycket är verkligt men trögrörligt, och att takten sätts av tillståndscykler och av ammoniakpriset snarare än av något ECOMB styr över. Det talar för att bedöma Bolaget på orderfrekvens och konverteringsgrad snarare än på storleken av den teoretiska möjligheten, som är tillräckligt stor för att inte vara den bindande restriktionen.



KONKURRENTER I EUROPA

ECOMB möter ingen enskild identifierbar rival. Bolaget konkurrerar mot fyra olika sätt att lösa samma problem, och mot alternativet att inte göra någonting, vilket givet att NOx-avgifter går att leva med och investeringsbudgetar är hårt hållna, ofta är den verkliga konkurrenten. Att förstå vilken av de fyra en given kund lutar åt är mer användbart än någon marknadsandelsstatistik.

1. KEMISK RÖKGASRENING – DEN ETABLERADE LÖSNINGEN

Selektiv icke-katalytisk reduktion, och i de större anläggningarna katalytisk reduktion, är vad de flesta pannor redan använder. Urea eller ammoniak injiceras nedströms och bryter ned den NOx som redan bildats. Tekniken är mogen, leverantörerna många, och avgörande nog är utrustningen redan installerad, så det inkrementella beslutet handlar bara om att fortsätta köpa reagens. Amerikanska Fuel Tech är den noterade renodlade aktören i nischen och verkar även i Europa; till fältet hör också Yara som reagensleverantör samt en lång svans av regionala ingenjörsbolag och pannleverantörernas egna DeNOx-erbjudanden.

ECOMB:s motargument är livscykelkostnad snarare än prestanda: ett system som hindrar NOx från att bildas eliminerar en löpande kemikaliekostnad och den ammoniakslip som följer med den. Argumentet har blivit väsentligt starkare sedan 2022 i takt med att råvarupriset på ammoniak stigit. Det är inte heller ett antingen-eller. Hos SUEZ kombineras de två, med Ecotube som grovarbete och SNCR som finjustering.

2. PANNLEVERANTÖRER OCH STORA TEKNIKKONCERNER

Valmet, Andritz, Babcock & Wilcox, Hitachi Zosen Inova, Martin, Steinmüller Babcock Environment, Doosan Lentjes och Standardkessel Baumgarte levererar biobränsle- och avfallseldade pannor och erbjuder samtliga förbränningsoptimering, luftstegning och styrsystemsuppgraderingar inom sin serviceaffär. De äger kundrelationen genom originalutrustningen, och för en pannägare som ändå står inför en ombyggnad är det bekvämaste alternativet att paketera förbränningsarbetet med leverantören. Tyska Martin är särskilt relevant, eftersom bolagets SYNCOM-process bygger på syreanrikning av primärluften, alltså samma grundidé som Ecotube DOS, om än med annan tillförsel.

ECOMB:s försvar är specialisering och pris. En eftermontering av två till fyra lansar är ett mindre, snabbare och billigare ingrepp än en ombyggnad hos pannleverantören, det kan göras inom ett normalt revisionsstopp, och det kräver inte att kunden öppnar ett större projekt. Följdsatsen är att ECOMB sällan vinner där kunden redan bestämt sig för en fullständig ombyggnad.

3. INDUSTRIGASBOLAG OCH OXYFUEL-SPECIALISTER

Air Liquide, Linde, Air Products och Messer levererar syrgas och har lång erfarenhet av oxyfuel inom glas, cement och metall. I DOS- och Zero-segmentet är de samtidigt potentiella partners och potentiella konkurrenter. Det exklusiva avtalet från februari 2026 placerar ECOMB på partnersidan med ett av dem, vilket är rätt utfall, men det illustrerar också beroendet. ECOMB levererar tekniken inne i pannan och någon annan levererar och prissätter molekylen. På avskiljningssidan möter Zero på sikt de renodlade CCS-leverantörerna, exempelvis SLB Capturi och Aker Carbon Capture, som konkurrerande väg till samma mål.

4. RENGÖRINGSTEKNIK OCH PFAS – DE ANGRÄNSANDE FÄLTEN

I Impulse Cleaning-affären möter ECOMB och RJM framför allt schweiziska Explosion Power och Bang & Clean, som båda säljer online-rengöring av pannor med tryckvågor respektive kontrollerad detonation, samt tyska Clyde Bergemann som levererar sotningssystem i stor skala. Marknaden är etablerad i Europa, vilket är både ett hinder och en bekräftelse på att betalningsviljan finns.

För Ocean Recycle ser konkurrensbilden annorlunda ut igen. Granulerat aktivt kol och jonbyte dominerar PFAS-avskiljning i vattenverk, med leverantörer som Jacobi Carbons och Cabot Norit samt de stora vattenkoncernerna Veolia, SUEZ och Xylem. Källnära koncentration med skumfraktionering är ett yngre fält där australiska EPOC Enviro är den mest kommersialiserade aktören i Europa, och där destruktions teknik utvecklas av bland andra schweiziska Oxyle. Ocean Recycles position vilar på två beviljade patent och ett kostnadsargument som ännu inte demonstrerats på en betalande anläggning.

SLUTSATS OM KONKURRENSBILDEN

Konkurrensen är inte skälet att vara försiktig med ECOMB. Bolaget har en verklig nisch, patent på alla sina huvudmarknader och en referenslista ingen nystartad aktör kan bygga upp. Skälet att vara försiktig är skala. Tre personer som säljer en eftermonterad kapitalvara in i energibolagens upphandlingscykler kommer alltid att förlora affärer till den kunden redan talar med, och kommer alltid att ha svårt att vara närvarande när budgeten sätts. Partnermodellen mildrar det; den löser det inte.

SWOT-ANALYS

Sammanställningen nedan är vår egen och bygger på de förhållanden som beskrivs i föregående avsnitt. Den är värd att läsa med en särskild fråga i bakhuvudet: hur många av posterna handlar egentligen om tekniken, och hur många om organisationen och balansräkningen?

STYRKOR

- Verifierad teknik: 73 procents NOx-reduktion uppmätt vid prestandaprov hos ENA Energi, bekräftat av kundens VD som över förväntan.
- Referensbas om 72 Ecotuber i ett sjuttioal projekt sedan 1995 och över 350 MSEK i ackumulerad omsättning.
- Installationer i drift i 20–25 år hos SUEZ i Frankrike och E.ON i Malmö. Ingen ny aktör kan visa upp den livslängden.
- Kort återbetalningstid för kunden, typiskt under tre år, och installation inom ett normalt revisionsstopp.
- Kapitalsnål struktur: ingen egen fabrik, i praktiken inget lager och en fast kostnadsbas om 5,7 MSEK.
- Stark intressegemenskap: styrelse, ledning och största ägare tecknade kontant i båda emissionerna och åtog sig 18 procent av augustiemissionen.

SVAGHETER

- Tre heltidsanställda ska sälja och leverera industriprojekt i flera länder.
- Orderstock om 1,6 MSEK vid utgången av 2025 mot en fast kostnadsbas kring 6 MSEK.
- Ingen återkommande intäkt: inga abonnemang, inga förbrukningsvaror och inga serviceavtal av betydelse. Intäkten kommer i klumpar.
- Ett enskilt projekt kan vara större än ett helt års omsättning. Enköping visade vad som händer när det går fel.
- Nyckelpersonsberoende: VD är samtidigt främste säljare, teknisk auktoritet och storägare.
- Ingen ekonomichef sedan 2023. Resultatet för 2025 skilde sig med 1,8 MSEK mellan bokslutskommuniké och reviderad årsredovisning.

MÖJLIGHETER

- Syrgas: EU:s vätgasutbyggnad ger omkring 80 miljoner ton biprodukt-syrgas som idag ventileras bort. Exklusivt avtal med ett globalt industrigasbolag.
- Den installerade basen om 72 lansar är en färdig kundlista för DOS-konverteringar om 0,5–2 MSEK styck, där hårdvaran redan sitter på plats.
- Ecotube Zero mot CCS-marknaden, där kostnad per ton är den bindande restriktionen och 90 procent av pannägarna anser konventionell teknik för dyr.
- Sex parameteranalyser ligger ute hos kund, med historisk konvertering till kontrakt kring 50 procent.
- Skärpta krav genom det omarbetade industriutsläppsdirektivet och fortsatt höga ammoniakpriser stärker kalkylen hos kunden.
- Impulse Cleaning med RJM ger en produkt Bolaget inte behövt utveckla, och tillträde till avfallspanneägare som är målgrupp även för Ecotube.
- Licensiering eller strukturaffär med en större industriell part. Inte modellerat, men den mest sannolika vägen till ett värde långt över scenarierna.

HOT

- Förnyat finansieringsbehov: i det pessimistiska scenariot passeras den praktiska miniminivån under andra halvåret 2027.
- Utspädning: aktieantalet har gått från 0,26 till fullt utspädd 38,3 miljoner på under fyra år, och TO 5 om 0,75 SEK sätter ett tak för nästa emissionskurs.
- Pannleverantörerna äger kundrelationen genom originalutrustningen och paketerar gärna förbränningsarbetet i en större ombyggnad.
- Martins SYNCOM-process bygger på syreanrikning av primärluften, samma grundidé som DOS, med annan tillförsel och en betydligt större organisation bakom.
- Att kunden inte gör någonting alls. NOx-avgifter går att leva med, och det är ofta den verkliga konkurrenten.
- Prestandagarantier på en balansräkning utan kapacitet att bära ett underskridande.
- Partnerberoende i Frankrike och Storbritannien som inte enkelt kan ersättas, samt ett syrgasavtal med en motpart Bolaget varken namnger eller kontrollerar.

VAD SAMMANSTÄLLNINGEN FAKTISKT SÄGER

Asymmetrin är det väsentliga. Nästan varje post under styrkor och möjligheter är strukturell och varaktig. Det gäller patent, referenser, drifttid, regelverk och en syrgastillgång som skapas av någon annans investeringar. Nästan varje post under svagheter och hot är däremot organisatorisk eller finansiell, och skulle lösas av samma sak: ett par konverterade projekt och en balansräkning som slipper be marknaden om pengar. Det är ovanligt för ett litet teknikbolag, där problemen oftast sitter i produkten.

Det leder till en praktisk slutsats. En investerare som bedömer ECOMB bör lägga sin tid på två frågor, konverteringsgraden i säljtratten och kassaflödesprofilen, och betydligt mindre på tekniken, konkurrensbilden eller marknadsstorleken. De tre sistnämnda är i allt väsentligt avgjorda till Bolagets fördel. De två förstnämnda är det inte.

REFERENSGRUPP OCH VÄRDERING

VARFÖR VI INTE VISAR MULTIPLAR FÖR JÄMFÖRELSEBOLAG

Det finns ingen noterad renodlad jämförbar aktör, och att lägga en jämförelsemultipel på ECOMB vore falsk precision. Bolaget har varken EBITDA, EBIT eller vinst, vilket gör EV/EBITDA och P/E odefinierade; och EV/omsättning räknat på 1,4 MSEK för 2025, ett år då i princip ingenting levererades, bär ingen information alls. Vi använder därför referensgruppen nedan för att beskriva vad ECOMB gör, inte för att prissätta bolaget, och värderar i stället utifrån Bolagets egen scenarioekonomi.

REFERENSGRUPP – POSITIONERING SNARARE ÄN PRISSÄTTNING

BOLAG	NOTERING	RELEVANS FÖR ECOMB
Fuel Tech, Inc.	Nasdaq (US)	Den närmaste noterade renodlade aktören: SNCR och närliggande NOx-reduktion för förbränningsanläggningar, plus en kemikalieaffär. Konkurrerar med ECOMB på den etablerade, kemikaliebaserade vägen.
CECO Environmental	Nasdaq (US)	System för industriell luftkvalitet och utsläppsrening inom kraft och processindustri. Visar hur nischen ser ut i skala.
Babcock & Wilcox	NYSE (US)	Pannleverantör med miljösystem och ett eget utvecklingsprogram inom oxyfuel. En långsiktig referenspunkt för Ecotube Zero.
Valmet / Andritz	Nasdaq Helsingfors / Wien	Leverantörer av de biobränsle- och avfallseldade pannor ECOMB eftermonterar. Både konkurrent i servicearbete och möjlig kanal.
Nederman Holding	Nasdaq Stockholm	Nordisk industriell luftfiltrering. Den närmaste inhemska kvalitetsreferensen för en specialiserad industriell luftreningsaffär.
Aquaporin	Nasdaq Köpenhamn	Nordiskt vattenteknikbolag byggt på patenterad separationsteknik. En användbar avläsning av hur marknaden prissätter förkommersiella vattentillgångar som Ocean Recycle.

Marknadsdata för referensgruppen bör uppdateras från S&P Capital IQ eller Börldata vid publiceringstillfället.

VÄRDERINGSÖVERSIKT

	IMPALA NORDICS ESTIMAT
Aktiekurs (11 september 2026)	0,32 SEK
Antal aktier efter företrädesemissionen i augusti 2026	32 557 854
Börsvärde, emitterat	9,4 MSEK
Uppskattad nettokassa, pro forma för emissionen	6 MSEK
Implicit rörelsevärde (EV)	3,4 MSEK
EV / nettoomsättning, 2026P–2028P (basscenario)	0,6x / 0,2x / 0,1x
EV / EBITDA, 2028P (basscenario)	0,8x

Garantiunits uppskattade utifrån den redovisade ersättningen om 2 procent kontant plus 20 procent i units på 6,55 MSEK garanterat belopp, till unitkursen 1,64 SEK. Nettokassan förutsätter 8,0 MSEK brutto med avdrag för transaktionskostnader och kassaflödet under andra kvartalet.

Uttryckt i operativa termer är hela rörelsevärdet i ECOMB i dag mindre än täckningsbidraget på ett enda färdigställt pro rata-projekt. Enbart avsiktsförklaringen från oktober 2025 är vägledt till 4–6 MSEK i täckningsbidrag. Den jämförelsen är det tydligaste vi kan säga om var marknadens skepsis sitter. Det är ingen dom över tekniken, det är en dom över sannolikheten att projekt signeras, levereras på budget och finansieras utan ännu en emission.

SCENARIOIMPLICERAT VÄRDE PER AKTIE – ILLUSTRATIV RÄKNING

SCENARIO	2028P EBITDA, MSEK	2028P VPA, SEK	METOD	IMPLICIT VÄRDE
Pessimistiskt	-3,5	n.m.	Förlustbringande; nytt kapital krävs under 2027	n.m.
Bas	4,5	0,11	10x vinsten, diskonterat två år till 20 %	0,8 SEK
Optimistiskt	13,0	0,33	12x vinsten, diskonterat två år till 20 %	2,8 SEK

n.m. = ej meningsfullt. Illustrativ räkning på scenarierna på sidorna 19–21, med det fullt utspädda antalet aktier om ca 38,3 miljoner. Vinst per aktie räknas på EBITDA med avdrag för måttlig ränta; avskrivningar är oväsentliga och ingen skatt utgår. Impala Nordic publicerar inte riktkurser. Detta är inte investeringsrådgivning; se disclaimer på sidan 28.



VÄRDERING (FORTS.)

VARFÖR VI INTE GÖR EN DCF

En kassaflödesvärdering förutsätter att kassaflödena går att extrapolera. ECOMB har inte haft ett positivt rörelsekassaflöde något år i vårt underlag, intäkten kommer i klumpar om ett projekt vartannat år, och terminalvärdet skulle utgöra över 90 procent av värdet i varje rimlig uppställning. En DCF på det underlaget är inte en värdering utan en formatering av antaganden. Vi använder i stället en sannolikhetsvägd scenarioansats, vilket är den ärligare metoden när utfallet i praktiken är binärt, och kompletterar med en omvänd värdering av vad kursen faktiskt prisar in.

SANNOLIKHETSVÄGD VÄRDERING

Vi viktat de tre scenarierna utifrån historisk träffsäkerhet snarare än utifrån hur attraktiv tekniken är. ECOMB har under fem år levererat ett större projekt, och avsiktsförklaringen har redan skjutits fram en gång. Det motiverar en betydande vikt på det pessimistiska utfallet trots att basscenariot i sig inte är ambitiöst. I det pessimistiska fallet antar vi en ny emission under andra halvåret 2027 om 8–10 MSEK till en kurs kring 0,20 SEK, vilket mer än fördubblar aktieantalet och lämnar ett värde om cirka 0,10 SEK per aktie.

SANNOLIKHETSVÄGT VÄRDE PER AKTIE

SCENARIO	VIKT	2028P EBITDA	2028P VPA	IMPLICIT VÄRDE	BIDRAG
Optimistiskt	20 %	13,0	0,33	2,80 SEK	0,56 SEK
Bas	50 %	4,5	0,11	0,80 SEK	0,40 SEK
Pessimistiskt	30 %	-3,5	n.m.	0,10 SEK	0,03 SEK
Sannolikhetsvägt värde	100 %				0,99 SEK
Aktiekurs 11 september 2026					0,32 SEK

n.m. = ej meningsfullt. Implicit värde per scenario enligt metoden på sidan 14. Impala Nordic publicerar inte riktkurser; tabellen är illustrativ räkning, inte en rekommendation.

KÄNSLIGHET I VIKTNINGEN

Viktningen är det enskilt mest subjektiva i uppställningen, så den bör redovisas öppet. Tabellen visar det sannolikhetsvägda värdet vid olika vikt för det pessimistiska utfallet, med resterande sannolikhet fördelad i förhållandet fem till två mellan bas och optimistiskt. Slutsatsen är påfallande robust. Värdet överstiger dagens kurs i hela intervallet, och den pessimistiska vikten skulle behöva överstiga drygt 80 procent innan kursen framstår som motiverad.

VIKT PESSIMISTISKT	VIKT BAS	VIKT OPTIMISTISKT	SANNOLIKHETSVÄGT VÄRDE
10 %	64 %	26 %	1,24 SEK
20 %	57 %	23 %	1,12 SEK
30 %	50 %	20 %	0,99 SEK
40 %	43 %	17 %	0,86 SEK
50 %	36 %	14 %	0,74 SEK
60 %	29 %	11 %	0,61 SEK
75 %	18 %	7 %	0,42 SEK

OMVÄND VÄRDERING – VAD PRISAR MARKNADEN IN?

Den mest användbara frågan är inte vad ECOMB är värt utan vad kursen redan förutsätter. Vid ett rörelsevärde om 3,4 MSEK och en försiktig multipel om 8 gånger EBITDA prisar marknaden in ett uthålligt EBITDA om cirka 0,4 MSEK. Med en fast kostnadsbas om 9 MSEK och 45 procents täckningsbidrag motsvarar det en uthållig omsättning kring 21 MSEK per år, eller ungefär tre och ett halvt fullskaliga pro rata-projekt årligen. Notera hur okänslig den siffran är för multipelvalet. Vid ett så lågt rörelsevärde är det kostnadsbasen, inte multipeln, som sätter den implicita omsättningsnivån.

Det är en viktig och något kontraintuitiv iakttagelse. Marknaden prisar alltså inte in att ECOMB misslyckas kommersiellt. Den prisar in att Bolaget precis når nollresultat och aldrig växer därifrån. Nedsidan i aktien ligger därmed inte i tekniken eller i efterfrågan, utan i utspädning. Det är två helt olika risker, och de bör bedömas var för sig. En investerare som tror på tekniken men inte på finansieringen ska inte köpa aktien; en som tror på båda får produkten till ett pris som förutsätter permanent stagnation.

VAD RÖRELSEVÄRDET FÖRUTSÄTTER VID OLIKA MULTIPLAR

ANTAGEN MULTIPEL	IMPLICIT UTHÅLLIGT EBITDA	IMPLICIT OMSÄTTNING	PROJEKT PER ÅR
6x EV/EBITDA	0,6 MSEK	21 MSEK	3,5
8x EV/EBITDA	0,4 MSEK	21 MSEK	3,5
10x EV/EBITDA	0,3 MSEK	21 MSEK	3,5
12x EV/EBITDA	0,3 MSEK	21 MSEK	3,4

Förutsätter fast kostnadsbas om 9,0 MSEK, 45 procents täckningsbidrag och 6 MSEK per pro rata-projekt. Att omsättningen blir densamma vid alla multiplar visar hur kostnadsbasen dominerar vid så lågt rörelsevärde. Impala Nordics estimat.



VÄRDERING: SUMMAN AV DELARNA

AVKASTNINGSKRAV

ECOMB har ingen räntebärande skuld sedan checkkrediten återbetalades under 2025, så någon vägd kapitalkostnad behöver inte beräknas. Vi bygger avkastningskravet komponentvis i stället för att härleda ett betavärde, eftersom aktiens historiska samvariation med marknaden saknar informationsvärde i ett bolag som handlas i enstaka poster.

UPPBYGGNAD AV AVKASTNINGSKRAVET

KOMPONENT	NIVÅ	MOTIVERING
Risikfri ränta	2,5 %	Svensk tioårig statsobligation. Bör uppdateras vid publicering.
Marknadsriskpremie	6,0 %	Premien för svenska aktier enligt återkommande branschstudier.
Småbolagstillägg	5,0 %	Tillägget stiger med minskande storlek. ECOMB ligger under 20 MSEK i börsvärde, med tunn handel i aktien.
Bolagsspecifikt tillägg	6,5 %	Nyckelpersonsberoende, projektkoncentration, ingen ekonomichef och en finansieringshistorik med upprepad utspädning.
Avkastningskrav	20,0 %	

Impala Nordics uppställning. Riskfri ränta och marknadsriskpremie bör stämmas av mot aktuella nivåer vid publiceringstillfället.

VAL AV UTGÅNGSMULTIPEL

Vi värderar kärnverksamheten till 8 gånger EBITDA för 2028, medvetet lågt i förhållande till vad teknikbolag normalt handlas till. ECOMB har inget av det som motiverar en högre multipel. Det finns ingen abonnemangsintäkt, ingen förbrukningsvaruannuitet och inget serviceavtal av betydelse, och orderingången är cyklisk och styrd av tillståndsprövningar och revisionsstopp hos ett fåtal kunder.

Skälen att inte gå lägre är täckningsbidraget på 45 till 55 procent i pro rata-kontrakt, patenten på samtliga huvudmarknader, höga bytesbarriärer när systemet väl sitter i pannan och en installerad bas som återkommer med uppgraderingar. Åtta gånger EBITDA motsvarar 1,2 gånger omsättningen för 2028.

Kontrollräkningen är betryggande. Den vinstbaserade metoden på sidan 14 ger 0,76 SEK per aktie och uppställningen nedan 0,81 SEK, alltså fem öre isär trots olika mått.

SUMMAN AV DELARNA, BASSCENARIO 2028P

DEL	METOD	MSEK	SEK/AKTIE
Kärnverksamheten Ecotube	8x EV/EBITDA på 4,5 MSEK för 2028P	36,0	0,94
ECOMB Ocean Recycle (89 %)	Extern värdering om 5,6 MSEK pre money i oktober 2025, riskjusterad till 40 procent	2,0	0,05
Nettokassa vid utgången av 2028P	Enligt balansräkningen på sidan 23	6,5	0,17
Summa eget kapital 2028P		44,5	1,16
Nuvärde vid 20 procents avkastningskrav, två år		30,9	0,81
Aktiekurs 26 augusti 2026			0,32

Per aktie räknat på 38,25 miljoner aktier fullt utspätt. Impala Nordic publicerar inte riktkurser; uppställningen är en illustrativ räkning på basscenariot.

SAMMA RÄKNING BAKLÄNGES

Uppdelningen blir mest upplysande om man vänder på den. Marknadens rörelsevärde är i dag 3,4 MSEK. Innehavet i Ocean Recycle är bokfört till 5,0 MSEK, en nivå som bekräftades av 23 externa investerare i oktober 2025. Accepterar man det bokförda värdet blir kärnverksamhetens värde negativt, minus 1,6 MSEK. Marknaden betalar alltså inte bara noll för 72 installerade Ecotuber, patent på samtliga huvudmarknader och trettio års referenser, utan drar av för att äga dem.

Marknaden kan inte mena båda sakerna samtidigt. Antingen är dotterbolaget värt betydligt mindre än bokfört värde, eller så prissätts Ecotube till nära noll. Vår hållning är att dotterbolaget bör bära lågt värde tills ett betalt demonstrationsprojekt finns, vilket innebär att det är Ecotube som är felprissatt.

KÄNSLIGHET: VÄRDE PER AKTIE VID OLIKA MULTIPEL OCH VÄRDERING AV DOTTERBOLAGET

VÄRDERING AV OCEAN RECYCLE			
MULTIPEL KÄRNVERKSAMHET	0 % av bokfört	40 % av bokfört	100 % av bokfört
6x EV/EBITDA	0,61 SEK	0,64 SEK	0,70 SEK
8x EV/EBITDA	0,77 SEK	0,81 SEK	0,86 SEK
10x EV/EBITDA	0,94 SEK	0,97 SEK	1,03 SEK
12x EV/EBITDA	1,10 SEK	1,13 SEK	1,19 SEK

Samtliga värden diskonterade två år till 20 procent och räknade på 38,25 miljoner aktier. Aktiekursen är 0,32 SEK. Intervallet 0,61 till 1,19 SEK ligger i sin helhet klart över dagens kurs, vilket gör slutsatsen okänslig för de två antaganden som är svårast att sätta.



FINANSIELL ÖVERSIKT

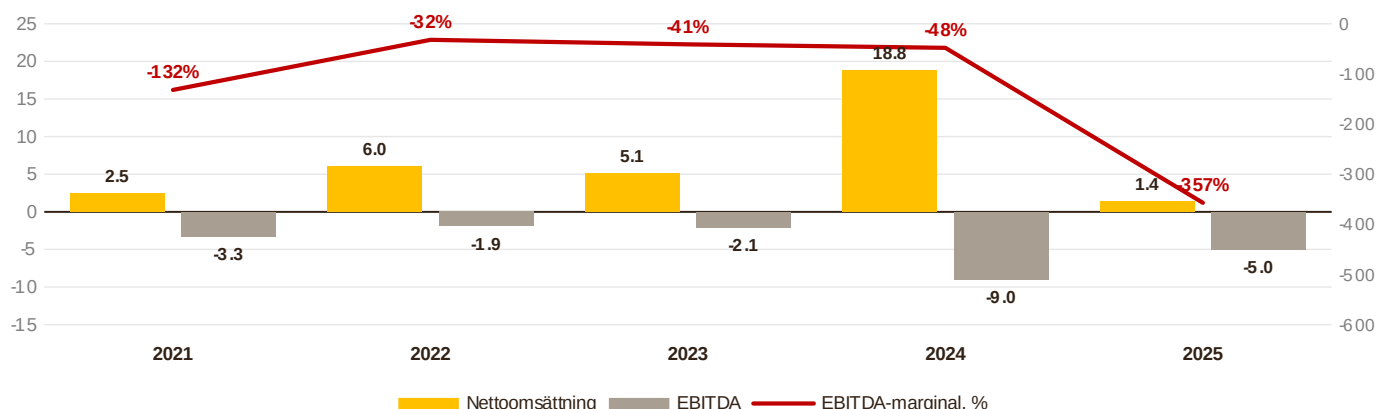
HISTORISK UTVECKLING

ECOMB:s redovisade siffror är räknestycket för ett projektbolag med för få projekt. Under de fem åren till 2025 uppgick nettoomsättningen i genomsnitt till 6,8 MSEK med en spridning nästan lika stor som medelvärdet, och EBITDA var negativt varje enskilt år. Mönstret är inte försämring, det är frånvaro av volym. Under de tre åren före Enköping gav intäkter om 2,5, 6,0 och 5,1 MSEK ett EBITDA om -3,3, -1,9 respektive -2,1 MSEK mot en kostnadsbas som knappt rört sig.

2024 och 2025 bör läsas som en period. Enköping gav 18,8 MSEK i intäkt under 2024 mot 21,0 MSEK i material och underentreprenad sedan den största underleverantören hoppat av sent i projektet, för ett EBITDA om -9,0 MSEK. 2025 bar därefter färdigställandet, återföringen av 5,1 MSEK upparbetad intäkt och nästan ingen ny leverans, för ett EBITDA om -5,0 MSEK. Tillsammans kostade de två åren Bolaget 14 MSEK i EBITDA och förbrukade två emissioner.

En redovisningspunkt förtjänar uppmärksamhet. Bokslutskommunikén i februari 2026 angav ett resultat efter finansiella poster för moderbolaget om -7,2 MSEK för 2025; den reviderade årsredovisningen i juni anger -5,4 MSEK. Skillnaden förefaller hänga samman med att nedskrivningen om 2,0 MSEK av innehavet i Ocean Recycle förts mot uppskrivningsfonden i stället för mot resultaträkningen.

ECOMB – NETTOOMSÄTTNING, EBITDA OCH EBITDA-MARGINAL 21-25' (MSEK)

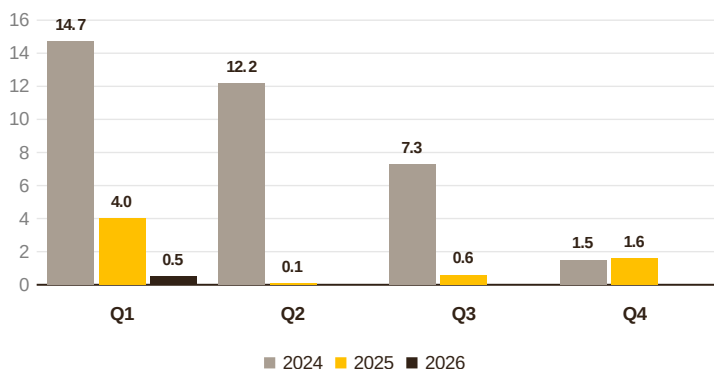


Enligt Impala Nordics teaseranalys 22 juni 2026. Femårsöversikten i moderbolagets årsredovisning visar marginellt avvikande nettoomsättning för 2021–22. Källa: Bolagets rapporter, Impala Nordic.

ORDERSTOCK

Orderstocken, kontrakterat ordervärde minus fakturerade belopp vid utgången av varje kvartal, är den mest avslöjande serie ECOMB redovisar, och den är inte smickrande. Den låg nära 14,7 MSEK ingående i 2024 tack vare Enköpingskontraktet, arbetades av under året och har sedan dess rört sig mellan 0,1 och 1,6 MSEK. Stocken steg från omkring 0,6 MSEK i tredje kvartalet 2025 till 1,6 MSEK i fjärde på SUEZ- och analysordrarna, och låg kring 0,5 MSEK ingående i 2026. Mot en fast kostnadsbas nära 6 MSEK är det hela problemet i ett diagram.

ORDERSTOCK PER KVARTAL (MSEK)



Orderstock definieras av Bolaget som ordervärden i projekten minus fakturerade belopp vid utgången av respektive kvartal.

Serien fångar inte avsiktsförklaringen från oktober 2025, som har ett vägledt täckningsbidrag om 4–6 MSEK men inte är en signerad order, och inte heller ECOMB:s ej offentliggjorda andel av Impulse Cleaning-kontraktet om 4,3 MSEK hos Tekniska Verken.

Sex parameteranalyser ligger ute hos kunder. På Bolagets uppgivna historiska konverteringsgrad om ungefär en av två är den tratten värd betydligt mer än den nuvarande orderstocken, men först på två års sikt.



FINANSIELL ÖVERSIKT

BALANSRÄKNING

Balansräkningen är liten, enkel och i praktiken helt egenkapitalfinansierad när checkkrediten väl är återbetalad. Vid utgången av 2025 uppgick balansomslutningen till 12,0 MSEK, varav kassa 4,7 MSEK och innehavet i Ocean Recycle 5,0 MSEK; patentportföljen är bokförd till 0,5 MSEK och i det närmaste helt avskriven. Eget kapital var 4,3 MSEK i moderbolaget och 5,7 MSEK i koncernen, vilket ger soliditeter om 36 respektive 50 procent, en markant förbättring från de 11 procent som redovisades ett år tidigare, helt tack vare emissionen i december 2025.

Långfristig skuld saknas i praktiken. Checkkrediten var utnyttjad med 3,5 MSEK vid utgången av 2024, återbetalades under 2025 och sänktes av banken från 4,0 till 1,0 MSEK, med en företagsinteckning om 1,0 MSEK som säkerhet. Den sänkningen är värd att notera. Den tar bort den billigaste källa till rörelsekapitalflexibilitet Bolaget hade, och det är skälet till att milstolpsplaner och kundförskott nu väger så tungt i kontraktsstrukturen. Kortfristiga skulder om 7,8 MSEK vid årsskiftet, varav 2,9 MSEK leverantörsskulder och 4,1 MSEK övriga skulder, är fortfarande stora i förhållande till verksamhetens storlek.

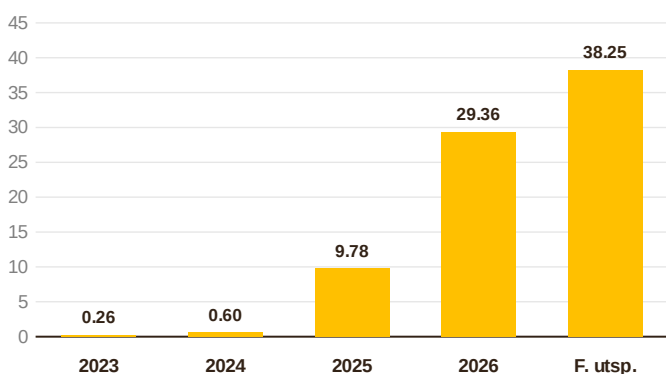
Accumulerade skattemässiga underskott uppgick till 68,0 MSEK vid utgången av 2025 och är inte aktiverade, enligt vår mening korrekt. Vi noterar i förbigående att riskavsnittet i informationsdokumentet från juli 2026 beskriver en uppskjuten skattefordran i balansräkningen; den reviderade årsredovisningen redovisar ingen. Den ekonomiska innebörden är oförändrad, eftersom underskottsavdraget gör framtida vinster i praktiken obeskattade under lång tid, men avvikelser bör rättas i kommande dokumentation.

FINANSIERINGSHISTORIK OCH UTSPÄDNING

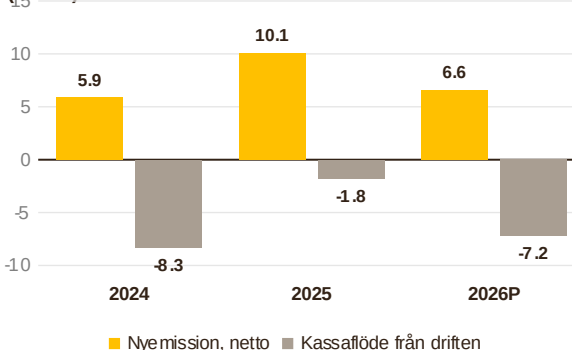
Det här är den del av analysen en aktieägare bör läsa två gånger. ECOMB har finansierat sig med eget kapital i ett decennium, och villkoren har försämrats i takt med att aktien fallit. Emissionen i december 2025 tillförde 13,3 MSEK till 1,45 SEK per aktie med 85 procents teckningsgrad, och kom med tre optionsserier med lösenkurser om 1,60, 1,80 och 2,00 SEK. Den första av dem, TO 2, löpte ut i maj 2026 och tillförde 12 000 kronor mot teoretiska 4,8 MSEK. Aktien handlades då till 0,73 SEK. TO 3 och TO 4, med ännu högre lösenkurser, kan på nuvarande kursnivå antas värdelösa.

Unitemissionen i augusti 2026 tillförde 8,0 MSEK till 0,41 SEK per aktie, tecknades till 64 procent med resten till garanten, och spädde ut icke deltagande ägare med 66,7 procent. Garantiersättning om 2 procent kontant och 20 procent i units på 6,55 MSEK garanterat belopp innebär enligt vår beräkning ytterligare cirka 3,2 miljoner aktier, och TO 5 om 0,75 SEK i september 2027 skulle lägga till upp till 4,9 miljoner till. Justerat för sammanläggningen 150:1 har antalet aktier gått från 0,26 miljoner vid utgången av 2023 till fullt utspädd 38,3 miljoner, en faktor på ungefär 150 på under fyra år.

ANTAL AKTIER, SPLITJUSTERAT (MILJONER)



KAPITAL TILLFÖRT MOT KASSAFLÖDE FRÅN DRIFTEN (MSEK)



Aktien har fallit ytterligare cirka 24 procent sedan emissionen slutfördes och handlas nu under teckningskursen. Justerat för sammanläggningen 150:1 i februari 2025. "F. utsp." inkluderar uppskattade garantiunits och full teckning av TO 5. 2026P avser augustiemissionen netto efter uppskattade transaktionskostnader; kassaflödet 2026P är ett Impala Nordic-estimat. Källa: Bolagets rapporter, Impala Nordic.

Likviditeten var den bindande restriktionen inför emissionen. Koncernens kassa uppgick till cirka 1,1 MSEK vid utgången av det första kvartalet 2026, mot en kvartalsvis förbrukning av samma storleksordning, vilket är skälet till att styrelsen beskrev emissionen som att säkra rörelsekapital snarare än att finansiera tillväxt. Det förklarar också villkoren. Transaktionen garanterades externt, och Impala Nordic eller personer knutna till Impala Nordic var garantiåtagare i den, en intressekonflikt som redovisas på sidan 28. På vårt basscenario håller tolv månadersbeskedet, men med liten marginal och endast om avsiktsförklaringsprojektet konverteras och faktureras mot milstolpar.



PROGNOSSCENARIER

INGEN FORMELL PROGROS

ECOMB lämnar ingen finansiell prognos. I kvartalsrapporten uppgav ledningen att Bolaget aldrig haft så många kunder med samtidigt pågående projekt, att ordervärdena i dessa inledande projekt är små, och att konkreta resultat av DOS- och Zero-koncepten väntas under 2026. I emissionsdokumentationen angav styrelsen att likviden säkrar rörelsekapital för minst tolv månader och ska finansiera en förstärkt säljorganisation. Avsiktsförklaringen från oktober 2025 är den enda framåtblickande siffra av storlek Bolaget satt ett tal på: 4–6 MSEK i täckningsbidrag, med projektstart nu framflyttad till kommande vinter i stället för första halvåret 2026.

Våra scenarier är därför byggda underifrån på kostnadsbas, täckningsbidrag och antal projekt, inte på prognoser. Eftersom ett enskilt Ecotube-kontrakt är stort i förhållande till hela verksamheten blir spridningen mellan fallen stor av konstruktion. Skillnaden mellan vårt bas- och pessimistiska scenario för 2027 handlar i praktiken om huruvida ett projekt blir av.

HUVUDSAKLIGA ANTAGANDEN

- **Kostnadsbas.** Fast rörelsekostnad var 5,7 MSEK 2025, varav 4,0 MSEK personal. Vi antar att den uttalade förstärkningen av säljorganisationen lägger till ungefär en heltidstjänst med tillhörande kostnader, vilket ger en löpande nivå om 7,5–8,0 MSEK 2026 och 8,5–9,5 MSEK därefter. Vi prognostiserar EBITDA; under den raden ligger endast oväsentliga avskrivningar (33 kSEK 2025, patentportföljen är i stort avskriven) och måttlig ränta.
- **Täckningsbidrag.** Vi antar 40–46 procent blandat, vilket speglar en mix som i ökande grad är pro rata snarare än turn-key. Turn-key-arbete till historiska marginaler skulle ge en blandning under 30 procent, vilket är modellens enskilt största nedsidesrisk.
- **Antal projekt.** Basscenariot antar att avsiktsförklaringen konverteras och levereras över 2027, ytterligare ett Ecotube-system 2028, två till tre DOS-konverteringar per år från 2027, fortsatt Impulse Cleaning-arbete med RJM samt 1–2 MSEK per år i analyser, diagnoser och videoarbete.
- **Ecotube Zero.** Ingen intäkt i något scenario före 2029. En första Zero-installation vore ett stegskifte, men den kräver en kund med fattat avskiljningsbeslut, en syrgastillförsel om minst 10 ton i timmen och en vilja att vara först.
- **Ocean Recycle.** Ingen intäkt i bas- eller pessimistiskt scenario till och med 2028. Det optimistiska scenariot innehåller 1–3 MSEK från ett betalt demonstrationsprojekt och en första kommersiell PFAS-installation 2028. Bokfört värde om 5,0 MSEK hålls oförändrat; uteblivet demonstrationsprojekt skulle sätta det under omprövning.
- **Finansiering och skatt.** Vi antar att augustilikviden är det sista egna kapital som tillförs i bas- och optimistiskt scenario till och med 2028, med TO 5 utnyttjad i september 2027 endast i det optimistiska fallet. Det pessimistiska scenariot kräver nytt kapital under andra halvåret 2027. Ingen skatt belastar något scenario givet underskottsavdraget om 68 MSEK.
- **Vad vi inte modellerat.** Förvärv, licensiering av Ecotube-patenten till en större part, ägarförändring, eller något värde för Ocean Recycles patent utöver bokfört värde. Vart och ett är möjligt; inget går att prognostisera.

SCENARIERNAS BYGGSTENAR (MSEK)	BAS			OPTIMISTISKT			PESSIMISTISKT		
	26P	27P	28P	26P	27P	28P	26P	27P	28P
Nettoomsättning	6,0	20,0	30,0	9,0	30,0	50,0	4,0	8,0	12,0
Täckningsbidrag, %	42	45	45	44	46	45	40	40	42
Täckningsbidrag	2,5	9,0	13,5	4,0	13,8	22,5	1,6	3,2	5,0
Rörelsekostnad	-7,5	-8,5	-9,0	-7,5	-8,8	-9,5	-8,1	-8,7	-8,5
EBITDA	-5,0	0,5	4,5	-3,5	5,0	13,0	-6,5	-5,5	-3,5

Kolumnerna är grupperade bas / optimistiskt / pessimistiskt. Samtliga tal är Impala Nordics estimat. Källa: Impala Nordic.

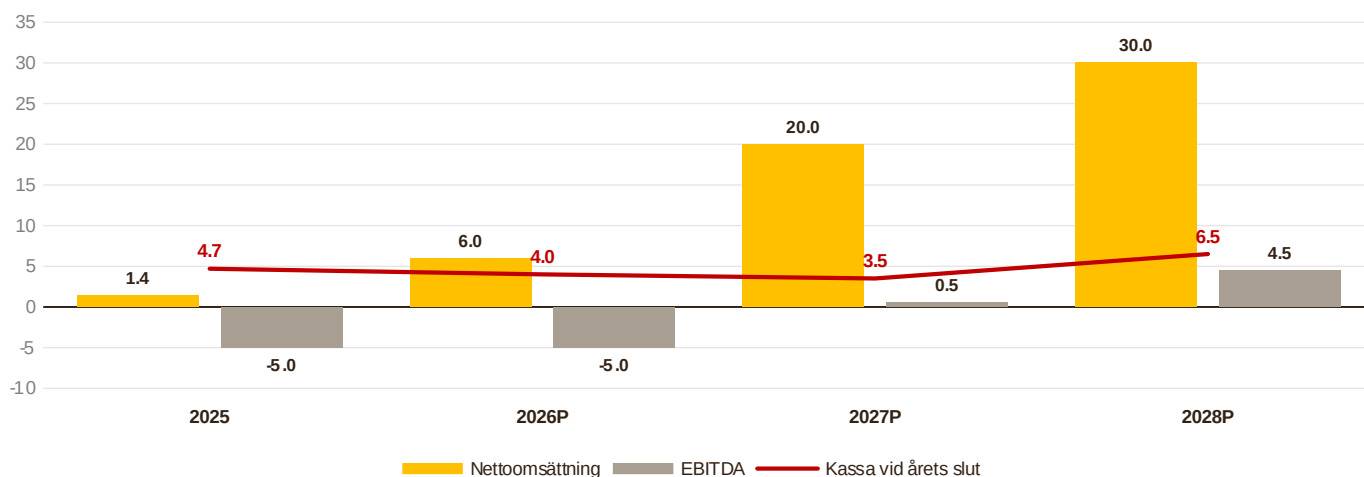


PROGNOSSCENARIER (FORTS.)

BASSCENARIO

I basscenariot konverteras avsiktsförklaringen från oktober 2025 under kommande vinter och levereras genom 2027 i en pro rata-struktur, DOS-demonstrationen i Västervik ger en eller två betalande efterföljande konverteringar, och Impulse Cleaning-kanalen med RJM bidrar med ett blygsamt men återkommande flöde. Analyser och diagnoser fortsätter på 1–2 MSEK per år och fungerar som kvalificerande lager i pipeline. Ingenting i det här fallet kräver Ecotube Zero, ett PFAS-kontrakt eller ett internationellt genombrott.

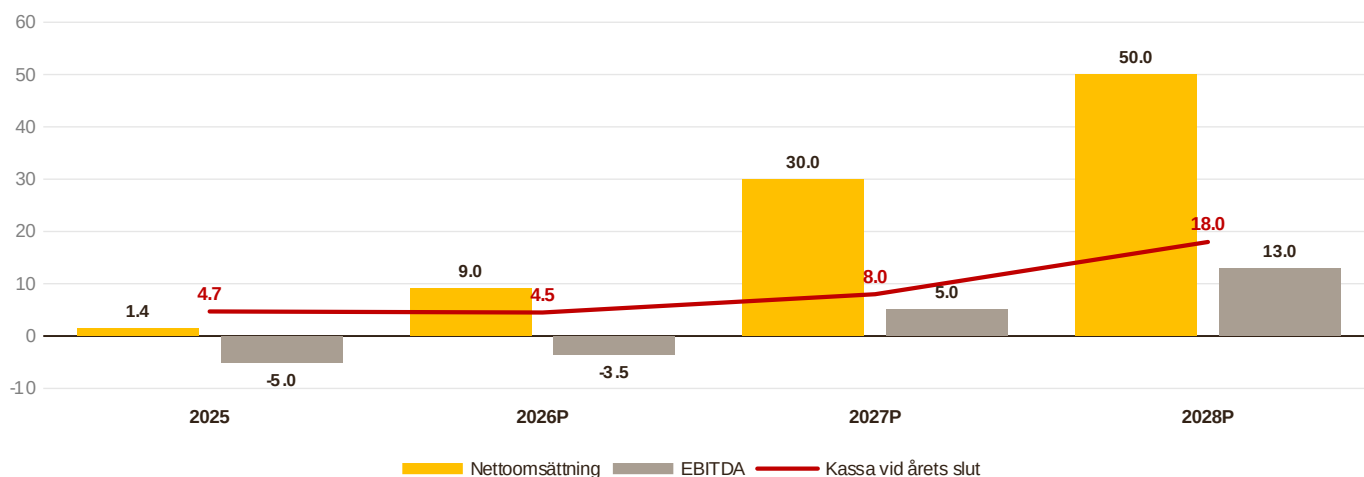
Nettoomsättningen når 6 MSEK 2026, 20 MSEK 2027 och 30 MSEK 2028. Bolaget passerar positivt EBITDA under 2027, omkring 0,5 MSEK, och tjänar cirka 4,5 MSEK 2028 på en kostnadsbas nära 9 MSEK. Kassan bottnar kring 3,5 MSEK vid utgången av 2027 innan den vänder upp. Vi vill understryka att utfallet inte är ambitiöst i absoluta tal; det innebär bara att ECOMB levererar två Ecotube-system och en handfull konverteringar på tre år. Det är ambitiöst i förhållande till en organisation på tre personer som omsatte 1,4 MSEK i fjol.



OPTIMISTISKT SCENARIO

Det optimistiska fallet definieras av att syrgassamarbetet fungerar som avsett. Gasbolaget som omfattas av februariavtalet tar in ECOMB i två eller tre av sina egna kundsituationer, DOS-konverteringar blir en repeterbar produkt snarare än en demonstration, och ett andra Ecotube-system signeras parallellt med avsiktsförklaringsprojektet. Ocean Recycle säkrar ett finansierat demonstrationsprojekt under 2026 och omsätter det i en första kommersiell PFAS-installation 2028.

Nettoomsättningen når 9 MSEK 2026, 30 MSEK 2027 och 50 MSEK 2028, med ett EBITDA om 5 respektive 13 MSEK de två sista åren. TO 5 utnyttjas i september 2027 och tillför cirka 4 MSEK, och kassan byggs till 18 MSEK vid utgången av 2028. Därmed skulle ECOMB för första gången i sin noterade historia skulle finansiera sig själv. Den bindande restriktionen i det här fallet är inte efterfrågan utan leveranskapacitet, och vi räknar med att kostnadsbasen då ligger i den övre delen av vårt intervall.



Staplarna är nettoomsättning och EBITDA; linjen är kassan vid årets slut, ritad på egen skala. Samtliga prognostal är Impala Nordics estimat. Källa: Bolagets rapporter, Impala Nordic.

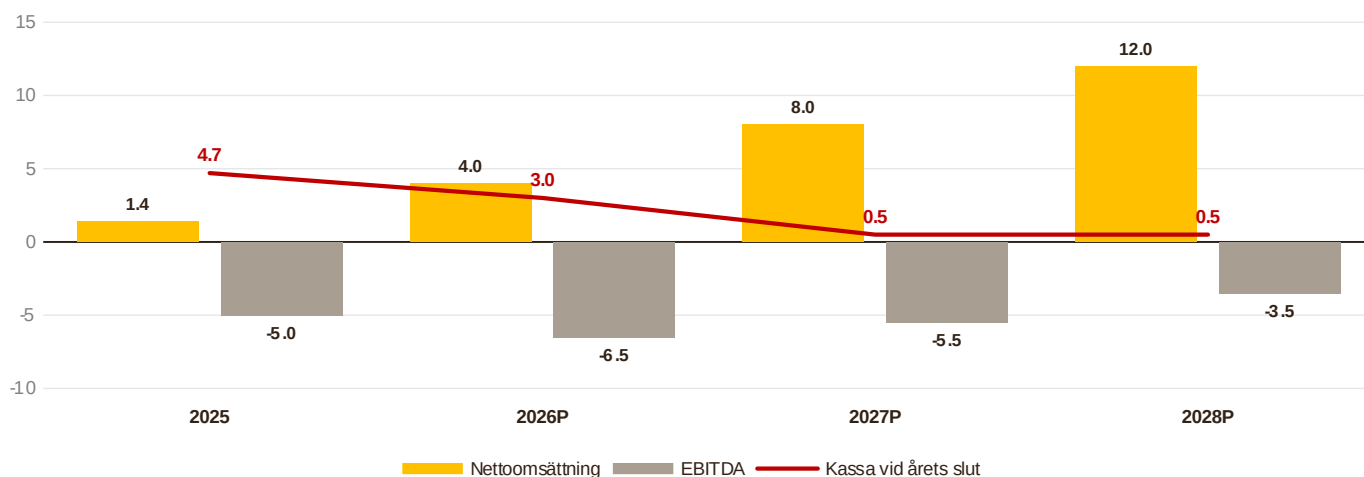


PROGNOSSCENARIER (FORTS.)

PESSIMISTISKT SCENARIO

Det pessimistiska fallet kräver inte att något dramatiskt går fel. Det kräver bara att mönstret från de senaste tre åren fortsätter. Avsiktsförklaringen skjuts fram igen eller inte konverteras, att parameteranalyser inte går vidare till diagnos i historisk takt, att DOS-demonstrationen förblir en demonstration, och att upphandlingscyklerna hos kommunala energibolag löper sin vanliga längd. Omsättningen stannar på 4 MSEK 2026, når 8 MSEK 2027 och 12 MSEK 2028, och Bolaget går med förlust hela vägen.

Konsekvensen är finansiell snarare än operativ. Kassan faller till omkring 0,5 MSEK under andra halvåret 2027 och Bolaget är tillbaka på marknaden för eget kapital, med TO 5:s lösenkurs om 0,75 SEK som ett tak för emissionskursen snarare än som en kapitalkälla. På de villkor som gällde i augusti 2026, med 64 procents teckningsgrad och garantiersättning om 2 procent kontant plus 20 procent i units, skulle ytterligare 8–10 MSEK ungefär fördubbla antalet aktier igen. Det, och inte tekniken, är den nedsida investerare ombuds bära.



KÄNSLIGHET – VAD SOM FAKTISKT FLYTTAR SIFFRORNA

Eftersom kostnadsbasen är fast och liten är modellen nästan helt en funktion av två variabler: hur många projekt som levereras, och till vilket täckningsbidrag. Tabellen nedan visar EBITDA 2028 för båda. Notera hur smalt nollresultatbandet är. Vid 40 procents blandat täckningsbidrag krävs drygt 22 MSEK i omsättning enbart för att täcka kostnaderna, och vid 30 procent krävs 30 MSEK.

EBITDA 2028P (MSEK) – NETTOOMSÄTTNING MOT TÄCKNINGSBIDRAG

TÄCKNINGSBIDRAG	NETTOOMSÄTTNING					
	10 MSEK	15 MSEK	20 MSEK	30 MSEK	40 MSEK	50 MSEK
30 %	-6,0	-4,5	-3,0	+0,0	+3,0	+6,0
35 %	-5,5	-3,8	-2,0	+1,5	+5,0	+8,5
40 %	-5,0	-3,0	-1,0	+3,0	+7,0	+11,0
45 %	-4,5	-2,2	+0,0	+4,5	+9,0	+13,5
50 %	-4,0	-1,5	+1,0	+6,0	+11,0	+16,0

Förutsätter en fast rörelsekostnadsbas om 9,0 MSEK och ingen skatt. Impala Nordics estimat.

ESTIMATSAMMANSTÄLLNING



Nedan redovisas basscenariot rad för rad, så att läsaren kan räkna vidare på våra antaganden i stället för att enbart läsa texten. Historiska kostnadsslag för 2024 är härledda ur känd nettoomsättning, känd materialkostnad och känt EBITDA; 2025 följer moderbolagets reviderade årsredovisning. Samtliga prognosår är Impala Nordics estimat.

RESULTATRÄKNING, BASSCENARIO (MSEK)

	2024A	2025A	2026P	2027P	2028P
Nettoomsättning	18,8	1,4	6,0	20,0	30,0
Råvaror och underentreprenad	-21,0	-0,4	-3,5	-11,0	-16,5
Täckningsbidrag	-2,2	1,0	2,5	9,0	13,5
Täckningsbidrag, %	n.m.	71 %	42 %	45 %	45 %
Övriga rörelsekostnader	-6,8	-6,0	-7,5	-8,5	-9,0
EBITDA	-9,0	-5,0	-5,0	0,5	4,5
EBITDA-marginal, %	-48 %	-357 %	-83 %	3 %	15 %
Av- och nedskrivningar	-0,1	-0,0	-0,1	-0,1	-0,1
EBIT	-9,1	-5,0	-5,1	0,4	4,4
Finansnetto	0,0	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3
Resultat före skatt	-9,1	-5,4	-5,4	0,1	4,1
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat	-9,1	-5,4	-5,4	0,1	4,1
VPA fullt utspätt, SEK	n.m.	n.m.	-0,14	0,00	0,11

n.m. = ej meningsfullt. Ingen skatt belastar prognosåren givet ackumulerade underskottsavdrag om 68,0 MSEK. VPA räknas på 38,25 miljoner aktier fullt utspätt, inklusive uppskattade garantiunits och full teckning av TO 5.

KVARTALSPROGNOS, BASSCENARIO (MSEK)

	Q1 26A	Q2 26P	Q3 26P	Q4 26P	2026P	2027P	2028P
Nettoomsättning	1,5	0,8	1,5	2,2	6,0	20,0	30,0
EBITDA	-0,9	-1,5	-1,4	-1,2	-5,0	0,5	4,5
Kassa vid periodens slut	1,1	0,3	5,5	4,0	4,0	3,5	6,5

Q1 2026 är utfall. Kassan i Q2 2026 avser läget före emissionslikviden, som tillfördes i augusti och därmed under det tredje kvartalet.

NYCKELTAL, BASSCENARIO

	2024A	2025A	2026P	2027P	2028P
Omsättningstillväxt, %	+268 %	-93 %	+329 %	+233 %	+50 %
Täckningsbidrag, %	n.m.	71 %	42 %	45 %	45 %
EBITDA-marginal, %	-48 %	-357 %	-83 %	3 %	15 %
Soliditet, %	11 %	36 %	44 %	36 %	46 %
Nettokassa, MSEK	-3,5	4,7	4,0	3,5	6,5
EV/omsättning	n.m.	n.m.	0,6x	0,2x	0,1x
EV/EBITDA	n.m.	n.m.	n.m.	6,8x	0,8x
Antal aktier fullt utspätt, milj.	0,60	9,78	38,25	38,25	38,25

n.m. = ej meningsfullt. Soliditet avser moderbolaget. Rörelsevärdet i multiplarna hålls konstant vid 3,4 MSEK. Historiska aktieantal är splitjusterade. Källa: Bolagets rapporter, Impala Nordic.



BALANSRÄKNING OCH FINANSIERINGSBEHOV

BALANSRÄKNING I SAMMANDRAG, BASSCENARIO (MSEK, PER 31 DECEMBER)

	2025A	2026P	2027P	2028P
Immateriella anläggningstillgångar	0,5	0,5	0,5	0,5
Andelar i dotterbolag	5,0	5,0	5,0	5,0
Övriga omsättningstillgångar	1,8	3,0	6,5	9,0
Kassa och bank	4,7	4,0	3,5	6,5
Summa tillgångar	12,0	12,5	15,5	21,0
Eget kapital	4,3	5,5	5,6	9,7
Räntebärande skulder	0,0	0,0	0,0	0,0
Ej räntebärande skulder	7,7	7,0	9,9	11,3
Nettokassa	4,7	4,0	3,5	6,5

Moderbolaget. 2024 utelämnas eftersom balansräkningen då påverkades av Enköpingsprojektets upparbetade intäkter och en utnyttjad checkkredit om 3,5 MSEK, vilket gör jämförelsen missvisande.

KASSAFLÖDE I SAMMANDRAG, BASSCENARIO (MSEK)

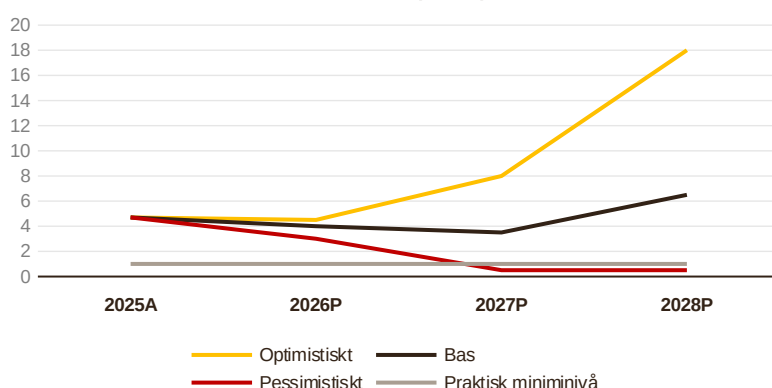
	2024A	2025A	2026P	2027P	2028P
EBITDA	-9,0	-5,0	-5,0	0,5	4,5
Förändring rörelsekapital	0,8	3,3	-2,1	-0,8	-1,3
Betald ränta och övrigt	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Kassaflöde från driften	-8,3	-1,8	-7,2	-0,4	3,1
Investeringar	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Fritt kassaflöde	-8,4	-1,9	-7,3	-0,5	3,0
Nyemission, netto	5,9	10,1	6,6	0,0	0,0
Förändring räntebärande skuld	2,5	-3,5	0,0	0,0	0,0
Förändring likvida medel	0,0	4,7	-0,7	-0,5	3,0
Kassa vid årets slut	0,0	4,7	4,0	3,5	6,5

Rörelsekapitalförändringen 2025 avser i allt väsentligt avvecklingen av Enköpingsprojektets fordringar. 2026P inkluderar emissionslikviden om 8,0 MSEK brutto med avdrag för uppskattade transaktionskostnader.

NÄR TAR PENGARNA SLUT?

Det är den enda finansiella fråga som spelar roll i det här bolaget, och den förtjänar ett eget diagram. Vi har lagt in en praktisk miniminivå om 1 MSEK, vilket är ungefär vad ECOMB behöver för att kunna betala löner och leverantörer utan att förhandla om betalningsvillkor. Checkkrediten har sänkts från 4,0 till 1,0 MSEK, så det finns ingen buffert att falla tillbaka på.

KASSA VID ÅRETS SLUT PER SCENARIO (MSEK)



I basscenariot bottnar kassan kring 3,5 MSEK vid utgången av 2027 och vänder därefter upp. Marginalen är liten men tillräcklig, förutsatt att avsiktsförklaringsprojektet faktureras mot milstolpar.

I det pessimistiska scenariot passeras miniminivån under andra halvåret 2027. Då är lösenkursen om 0,75 SEK på TO 5 ett tak för emissionskursen snarare än en kapitalkälla, och ett tillskott om 8–10 MSEK skulle ungefär fördubbla aktieantalet igen.

Det optimistiska scenariot är det enda där TO 5 löses in och tillför cirka 4 MSEK i september 2027.

KATALYSATORER OCH BEVAKNINGSPUNKTER

Ett bolag av ECOMB:s storlek rapporterar sällan siffror som i sig flyttar värderingen. Det som flyttar den är enskilda händelser, och de går att lista i förväg. Nedan följer de punkter vi kommer att bevaka, vad var och en faktiskt berättar, och vad som skulle få oss att revidera estimaten.

KATALYSATORKALENDER – KOMMANDE TOLV MÅNADER

TIDPUNKT	HÄNDELSE	VAD DEN BERÄTTAR
H2 2026	Leverans och verifiering av DOS-demonstrationen i Västervik	Avgör om syrgasspåret är en produkt eller en pilot
H2 2026	Rekrytering av försäljningschef med uttalad successionsprofil	Enda konkreta åtgärden mot nyckelpersonsberoendet
Nov 2026	Q3-rapport, första kvartalet med emissionslikvid och förstärkt säljorganisation	Orderstock och kassaförbrukning är de rader som räknas
Vinter 26/27	Konvertering av avsiktsförklaringen från oktober 2025 till signerat kontrakt	Den enskilt viktigaste händelsen. Redan framflyttad en gång
Löpande	Utfall av de sex parameteranalyser som ligger ute hos kunder	Historisk konverteringsgrad till kontrakt är omkring 50 procent
Feb 2027	Bokslutskommuniké 2026 med orderstock vid årsskiftet	Jämför mot 1,6 MSEK vid utgången av 2025
Sep 2027	Lösenperiod TO 5, 17–30 september, lösenkurs 0,75 SEK	Tillför cirka 4 MSEK endast om kursen står över lösen

VAD VI LÄSER FÖRST I VARJE KVARTALSRAPPORT

- **Orderstocken.** Kontrakterat ordervärde minus fakturerat vid periodens utgång. Det är den enda raden som förutsäger nästa års omsättning, och den låg på 1,6 MSEK vid utgången av 2025 mot 14,7 MSEK ingående i 2024.
- **Kassan och kvartalets förbrukning.** Med en fast kostnadsbas kring 6–8 MSEK och utan checkkredit att tala om avgör de två talen hur många kvartal Bolaget har kvar innan nästa finansieringsfråga.
- **Antalet parameteranalyser ute hos kund och hur många som gått vidare till panndiagnos.** Detta är den enda ledande indikatorn Bolaget publicerar. Sex analyser ligger ute; konverteringsgraden till diagnos är viktigare än antalet.
- **Täkningsbidraget på levererade projekt.** Om mixen glider tillbaka mot turn-key faller marginalen mot 15–25 procent, och hela lönsamhetsbanan skjuts ett till två år framåt. Det är modellens största enskilda känslighet.
- **Personalkostnaden.** Den uttalade förstärkningen av säljorganisationen ska synas här. Om den inte gör det har rekryteringen inte skett, och då konverteras inte heller pipelinen.

VAD SOM SKULLE FÅ OSS ATT REVIDERA ESTIMATEN

HÄNDELSE	RIKTNING	EFFEKT PÅ VÅRA ESTIMAT
Avsiktsförklaringen signeras	Uppåt	Flyttar 8–12 MSEK i omsättning och 4–6 MSEK i täkningsbidrag in i 2027. Basscenariot blir då golvet snarare än mittpunkten.
Andra betalda DOS-konverteringen	Uppåt	Gör syrgasspåret till en produktlinje. Vi skulle höja antalet konverteringar per år från två till tre och lyfta det optimistiska scenariots vikt.
Ytterligare förskjutning av projektstart	Nedåt	En andra framflyttning skulle innebära att vi flyttar vikt från bas till pessimistiskt och räknar med nyemission under 2027.
Mixen glider mot turn-key	Nedåt	Ett blandat täkningsbidrag under 35 procent höjer nollresultatnivån från cirka 20 till 26 MSEK i omsättning.
Uteblivet PFAS-demonstrationsprojekt	Nedåt	Skulle sätta det bokförda värdet om 5,0 MSEK i Ocean Recycle under omprövning, motsvarande cirka 0,13 SEK per aktie fullt utspätt.
Licensiering eller strukturaffär	Ej modellerat	Patentportföljen och referensbasen har ett värde för en större industriell part. Vi räknar inte med det, men det är den mest sannolika vägen till ett värde långt över scenarierna.



RISKER

FINANSIERING OCH UTSPÄDNING – DEN DOMINERANDE RISKEN

ECOMB har rest eget kapital 2018, 2020, 2024, 2025 och 2026 och har inte finansierat sig själv från verksamheten något år i vårt dataunderlag. Augustiemissionen tecknades till 64 procent med resten till en garant som ersattes med 2 procent kontant och 20 procent i units, vilket är en dyr signal om efterfrågedjupet. Befintliga ägare som inte deltog späddes ut med två tredjedelar. Om planen glider är nästa samtal ännu en emission på sämre villkor, och lösenkursen om 0,75 SEK på TO 5 sätter ett praktiskt tak för var den skulle prissättas.

PROJEKTKONCENTRATION OCH GENOMFÖRANDE

Ett enda kontrakt kan vara större än ett helt års omsättning, vilket gör ett enskilt leveransproblem till ett existentiellt problem. Enköping visade det exakt. En underleverantör hoppade av, projektet blev sent, och materialkostnaden översteg intäkten. Pro rata-strukturen minskar men tar inte bort exponeringen, eftersom ECOMB fortfarande bär prestandagarantierna för utfallet även där Bolaget inte bär entreprenaden.

NYCKELPERSONSBEROENDE

Tre heltidsanställda driver en verksamhet som säljer konstruerade eftermonteringar in i energibolagens upphandling. Verkställande direktören är samtidigt främste säljare, teknisk auktoritet och den största enskilda aktieägaren bland ledningen. Det finns ingen ekonomichef; ekonomifunktionen är utlagd sedan 2023. Bolagets egen riskbeskrivning lyfter nyckelpersonsberoendet, och vi rangordnar det som näst störst efter finansieringen.

PARTNERBEROENDE

Internationell försäljning går genom partners i Frankrike och Storbritannien, och syrgasstrategin vilar på ett gasbolag ECOMB varken namnger eller kontrollerar. Exklusiviteten i februariavtalet skär åt två håll. Den skyddar relationen, och den stänger dörren för alternativ så länge den löper.

PRESTANDAGARANTIER OCH GARANTITID

Kontrakten avslutas mot uppmätt prestanda och bär normalt tvååriga garantier. Bolaget uppger att garantierna historiskt uppfyllts med endast ett fåtal undantag, men ett underskridande skulle utlösa åtgärder på ECOMB:s bekostnad i en balansräkning utan kapacitet att bära dem. Enköpingsgarantin löper till april 2027.

OPRÖVAD TEKNIK OCH BOKFÖRDA VÄRDEN

Ecotube Zero har aldrig installerats i en panna, och påståendet om halverad CAPEX och OPEX är Bolagets eget och tillskrivs icke namngivna konsulter. Ocean Recycle har två beviljade patent, ingen omsättning och ett bokfört värde om 5,0 MSEK motsvarande ungefär 40 procent av börsvärdet, redan nedskrivet med 2,0 MSEK under 2025. Ingetdera bör aktiveras i en investerares egen värdering utan en första betalande kund.

MARKNADSTIMING OCH UPPHANDLINGSCYKLER

Efterfrågan drivs av tillståndsprövningar, revisionsstopp och kommunala budgetcykler, varav ECOMB påverkar ingen. Flera nordiska CCS-projekt har pausats på ekonomiska grunder, och Bolagets egen undersökning visade att 90 procent av pannägarna anser konventionell avskiljning för dyr. Offentlig upphandling innebär dessutom att konkurrenterna ser samma möjligheter samtidigt.

VALUTA, KREDIT OCH MOTPART

Projekt kontrakteras i flera valutor och kan löpa tillräckligt länge för att kursrörelser ska påverka marginalen väsentligt. Kreditexponeringen är per definition koncentrerad. En enda försenad betalning på en projektstor faktura skulle förbruka en betydande del av tillgänglig likviditet. Förskott och milstolpsplaner är den huvudsakliga riskbegränsningen.

ÖVERSIKT

ECOMB styrs av en styrelse om fyra personer där verkställande direktören också ingår, och drivs av tre heltidsanställda. Det finns ingen ekonomichef; ekonomifunktionen är utlagd sedan 2023. Kvartalsrapporterna granskas inte av revisor, vilket är normalt för marknadssegmentet men relevant bakgrund till skillnaden mellan bokslutskommunikén och den reviderade årsredovisningen som beskrivs på sidan 17.

Styrelsen har också antytt en successionsordning. En del av det uttalade skälet till att förstärka säljorganisationen är rekryteringen av en försäljningschef som på sikt skulle kunna ta över VD-rollen. Givet att nuvarande verkställande direktör är verksamhetens kommersiella och tekniska nav och har lett Bolaget genom hela dess noterade historia är det en nödvändig ordningsfråga, men det understryker också hur koncentrerad organisationen är idag.

Intressegemenskapen är däremot ovanligt stark för ett bolag av den här storleken. Samtliga styrelseledamöter och båda de icke ledande anställda tecknade aktier kontant i emissionen i december 2025, och största ägaren, verkställande direktören och ordföranden åtog sig tillsammans 1,5 MSEK i augustiemissionen, 18 procent av totalen. I ett mikrobolag där ledningen återkommande ber marknaden om pengar väger det tyngre än det formella styrningsmaskineriet.

STYRELSE OCH LEDNING

NAMN	ROLL	KOMMENTAR
Ulf Hagström	Verkställande direktör och styrelseledamot	Har lett ECOMB genom hela dess noterade historia och är verksamhetens kommersiella och tekniska nav. Tecknade 859 kSEK i emissionen i december 2025 och åtog sig 300 kSEK i augustiemissionen. Åger 6,39 procent av aktierna.
Göran Ernstson	Styrelseordförande	Ordförande genom den nuvarande fasen. Tecknade 110 kSEK i december 2025 och åtog sig 65 kSEK i augusti 2026.
Eric Norelius	Styrelseledamot	Knuten till Bolaget sedan dess tidiga år och långvarig aktieägare. Tecknade 55 kSEK i emissionen i december 2025.
Angela Wulff	Styrelseledamot	Bakgrund inom marin och miljövetenskap vid Göteborgs universitet, direkt relevant för PFAS- och syresättningsarbetet i Ocean Recycle. Tecknade 55 kSEK i december 2025.
Magnus Lagerström	Projektledare	Leverans och diagnostik på plats, inklusive realtidsobservation av förbränningen. Tecknade 55 kSEK i december 2025.
David Eriksson	Försäljningschef	Ansvarig för den svenska säljtratten. Tecknade 55 kSEK i december 2025.
Jean-Luc Coulbault	Internationell projektchef	Baserad i Aix-les-Bains; håller den franska installerade basen och SUEZ-relationen som går tillbaka till 2005.
Tibia Konsult AB	Största ägare	Största ägare sedan 2011 och har stöttat varje efterföljande finansiering, inklusive 1,77 MSEK i december 2025 och 1,11 MSEK åtaget i augusti 2026. Innehav 13,76 procent.

VÅR BEDÖMNING AV STYRNINGEN

Tre iakttagelser. För det första är styrelsen liten, i praktiken oavlönad och inkluderar verkställande direktören, vilket gör att den reella kontrollen av ledningen ligger hos största ägaren snarare än i styrelseprocessen. Det fungerar i ett bolag av den här storleken, men det förutsätter att Tibia Konsult fortsätter att engagera sig. För det andra är avsaknaden av en intern ekonomifunktion i ett projektbolag med successiv vinstavräkning en verklig operativ risk, och vi menar att skillnaden om 1,8 MSEK mellan bokslutskommunikén och den reviderade årsredovisningen för 2025 bäst läses som ett uttryck för det snarare än som något allvarigare. För det tredje är öppenheten i övrigt god. Bolaget redovisar ordervärden, projektförskjutningar och besvikelser rakt på sak, inklusive kostnadsöverdraget i Enköping och utfallet av TO 2. Sådan uppriktighet är inte självklar i det här marknadssegmentet och bör räknas Bolaget till godo.

Den förändring vi skulle förorda är att minst en oberoende ledamot med erfarenhet av energibolagens upphandling eller av industriell projektleverans tillsätts. Den bindande restriktionen för det här bolaget är att omvandla en pipeline till levererade projekt, och det är precis där en erfaren styrelseledamot skulle tillföra mer än ytterligare en teknisk rekrytering.

IMPALA NORDICS SLUTSATS

ECOMB är ett ovanligt fall, eftersom det som normalt går fel i ett litet teknikbolag redan har gått rätt. Produkten fungerar. Den är verifierad av en betalande kund på en 75 MW-panna till 73 procents NOx-reduktion, den har gått i två franska avfallspannor i tjugo år, och E.ON valde 2026 att trimma om en tjugofem år gammal installation snarare än att byta ansats. Våldigt få bolag med ett börsvärde på 12 MSEK kan peka på det.

Det som aldrig har fungerat är att omvandla den förmågan till en affär. Över fem år har ECOMB omsatt i genomsnitt 6,8 MSEK och förlorat pengar varje år mot en fast kostnadsbas kring 6 MSEK. Skälet är varken konkurrenstryck eller prispress, det är att Bolaget säljer tre till fem projekt per decennium när det behöver tre till fem per år, och att organisationen är för liten för att absorbera ett genomförandeproblem när ett stort projekt väl kommer. De två emissionerna sedan december 2025 är den direkta finansiella följden.

Svaret har varit rätt, och det är mer än kosmetiskt. Kontrakten har flyttats från turn-key till pro rata, vilket tar bort den lågmarginella entreprenaddel som förstörde Enköpingsresultatet och lämnar ECOMB med det Bolaget är bra på. Säljprocessen har byggts om kring små, fakturerbara och sekventiella steg som kvalificerar kunden innan någondera parten bundit upp sig, och den producerar mätbar aktivitet. Sex parameteranalyser ligger just nu ute hos kunder, varav en redan har lett till en offertförfrågan på panndiagnos. Ledningen uppger att hälften av alla parameteranalyser historiskt konverterat till kontrakt, och håller den kvoten ens ungefär är den nuvarande tratten värd betydligt mer än den nuvarande orderboken.

Marknadspotentialen, som vi behandlar särskilt på sidan 9, är inte den bindande restriktionen. Enbart i Sverige finns omkring 430 avgiftsskyldiga pannor och ett avgiftssystem som omsatte 573 MSEK under 2024, plus en kemikaliekostnad Bolaget uppskattar till ytterligare cirka en miljard kronor per år. Efter trettio år har ECOMB en handfull av de pannorna. Även fem fullskaliga projekt per år, fem gånger den historiska takten, skulle motsvara under en halv procent av den nordiska adresserbara marknaden över ett decennium. Uppsidan sitter i genomförandet, inte i marknadsstorleken.

Syrgasstrategin är det verkligt nya inslaget och vi tar den på allvar av ett bestämt skäl. Den bygger inte på att ECOMB ska övertyga någon om att vilja ha syrgas; den bygger på att Europa bygger elektrolysörer för vätgas och därmed producerar åtta kilo önskad syrgas per kilo vätgas. ECOMB:s lansar råkar vara ett befintligt, patenterat och installerat sätt att placera den syrgasen där den gör nytta. Ett exklusivt avtal med ett globalt industrigasbolag, en statligt finansierad demonstration och en första betald DOS-order inom sex månader är en trovärdig sekvens, inte bara en rad pressmeddelanden.

Ecotube Zero bör behandlas separat och med disciplin. Tekniken har aldrig installerats i en panna, påståendet om halverad avskiljningskostnad är Bolagets eget, och den nordiska CCS-pipeline den adresserar pausar för närvarande projekt snarare än startar dem. Den är värd något som option, just därför att kostnad är branschens bindande restriktion, men den bör bära noll värde i ett basscenario. Samma disciplin gäller Ocean Recycle. Två beviljade patent, en flotte, en verklig regulatorisk medvind, ingen omsättning och ett bokfört värde om 5,0 MSEK motsvarande ungefär 40 procent av börsvärdet.

Vilket leder tillbaka till balansräkningen, för det är där saken avgörs. Vid 0,32 SEK är rörelsevärdet omkring 3 MSEK, mindre än täckningsbidraget på ett enda färdigställt pro rata-projekt, och under en gång vårt basscenarios EBITDA för 2028. På varje operativt mått är det billigt. Det är billigt därför att marknaden inte prissätter tekniken; den prissätter sannolikheten för ännu en emission. Splitjusterat har antalet aktier gått från 0,26 miljoner till fullt utspädd 38 miljoner på under fyra år, augustiemissionen tecknades till 64 procent, och garanten ersattes med 2 procent kontant och 20 procent i units. Det är villkoren för ett bolag marknaden räknar med ska komma tillbaka.

Vi är positiva till tekniken, till kontraktsomläggningen och till syrgasvinkeln, och vi ser den nuvarande värderingen som för låg mot basscenariot. Men caset avgörs inte av något av det. Det avgörs av om avsiktsförklaringen från oktober 2025, med 4–6 MSEK i täckningsbidrag och redan uppskjuten en gång, signeras och levereras på budget, och av om en andra DOS-konvertering köps av en kund på kommersiella villkor. De två händelserna skulle ta ECOMB till nollresultat och avsluta utspädningscykeln. Deras uteblivande skulle innebära ännu en emission under andra halvåret 2027, på villkor sätta av en teckningsoption med lösenkurs 0,75 SEK. Allt annat i den här rapporten är sammanhang till den frågan.

VAD SOM SKULLE ÄNDRA VÅR SYN

- **Att avsiktsförklaringen från oktober 2025 blir ett signerat kontrakt med betalningsplan.** 4–6 MSEK i vägledat täckningsbidrag mot en fast kostnadsbas om 5,7 MSEK, strukturerat pro rata så att genomföranderisken som förstörde Enköpingsmarginalen till stor del ligger hos kunden. Projektstarten har redan flyttats en gång.
- **En andra DOS-order från en kund som betalar på kommersiella villkor.** Västervik är en bidragsfinansierad demonstration. Konceptet blir en produkt först när en pannägare köper en konvertering utan offentliga medel, helst tillsammans med gasbolaget som omfattas av februariavtalet.
- **Ett namngivet PFAS-demonstrationsprojekt med budget.** Ocean Recycle är bokfört till 5,0 MSEK på två beviljade patent och noll omsättning. Ett första betalt demonstrationsprojekt skulle lägga en botten under det värdet; fortsatt dröjsmål gör det inte, och innehavet har redan skrivits ned en gång.

DISCLAIMER

© 2026 Impala Nordic. All rights reserved.

Detta material har upprättats av Impala Nordic AB och är avsett som allmän information och analys, inte som investeringsrådgivning, erbjudande eller rekommendation att köpa, sälja eller behålla finansiella instrument. Varje investeringsbeslut fattas självständigt och tas på egen risk. Finansiella instrument kan både öka och minska i värde, och det finns en risk att du inte får tillbaka investerat kapital.

Denna analys är finansierad. Detta innebär att Impala Nordic har erhållit betalning från Bolaget för att upprätta bevakningen. Detta utgör en potentiell intressekonflikt. Läs mer under "Intressekonflikt" nedan. Impala Nordic reserverar sig för eventuella faktafel, felskrivningar och feltolkningar i bevakningskommentaren.

Analysen är framtagen inom ramen för Impala Nordics verksamhet och ramar, och ska inte tolkas som analytikerns personliga rådgivning. Analysen representerar Impala Nordics bedömning vid publiceringstillfället. Det finns ingen garanti för att antaganden, prognoser eller framåtblickande uttalanden kommer att infrias.

Samtliga finansiella uppgifter är hämtade från ECOMB AB (publ):s publicerade delårsrapporter, bokslutskommunikéer, årsredovisningar och pressmeddelanden, från informationsdokumentet daterat 17 juli 2026 samt från Impala Nordics teaseranalys daterad 22 juni 2026. Ägaruppgifterna avser 26 juni 2026. Aktiekurser är observerade stängningskurser enligt MFN och NGM och är justerade för sammanläggningen 150:1 i februari 2025. Samtliga prognoser, scenarior och uppskattade marginaler är Impala Nordics egna och anges som sådana i texten.

INTRESSEKONFLIKT

Analytikern äger aktier i Bolaget: **Ja**

Impala Nordic eller personer bakom Impala Nordic äger aktier i Bolaget: **Ja**

Impala Nordic eller personer bakom Impala Nordic var garantiåtagare i Bolagets företrädesemission som slutfördes i augusti 2026: **Ja**

ANALYTIKER

Ylber Rexhepi

ylber@impalanordic.se