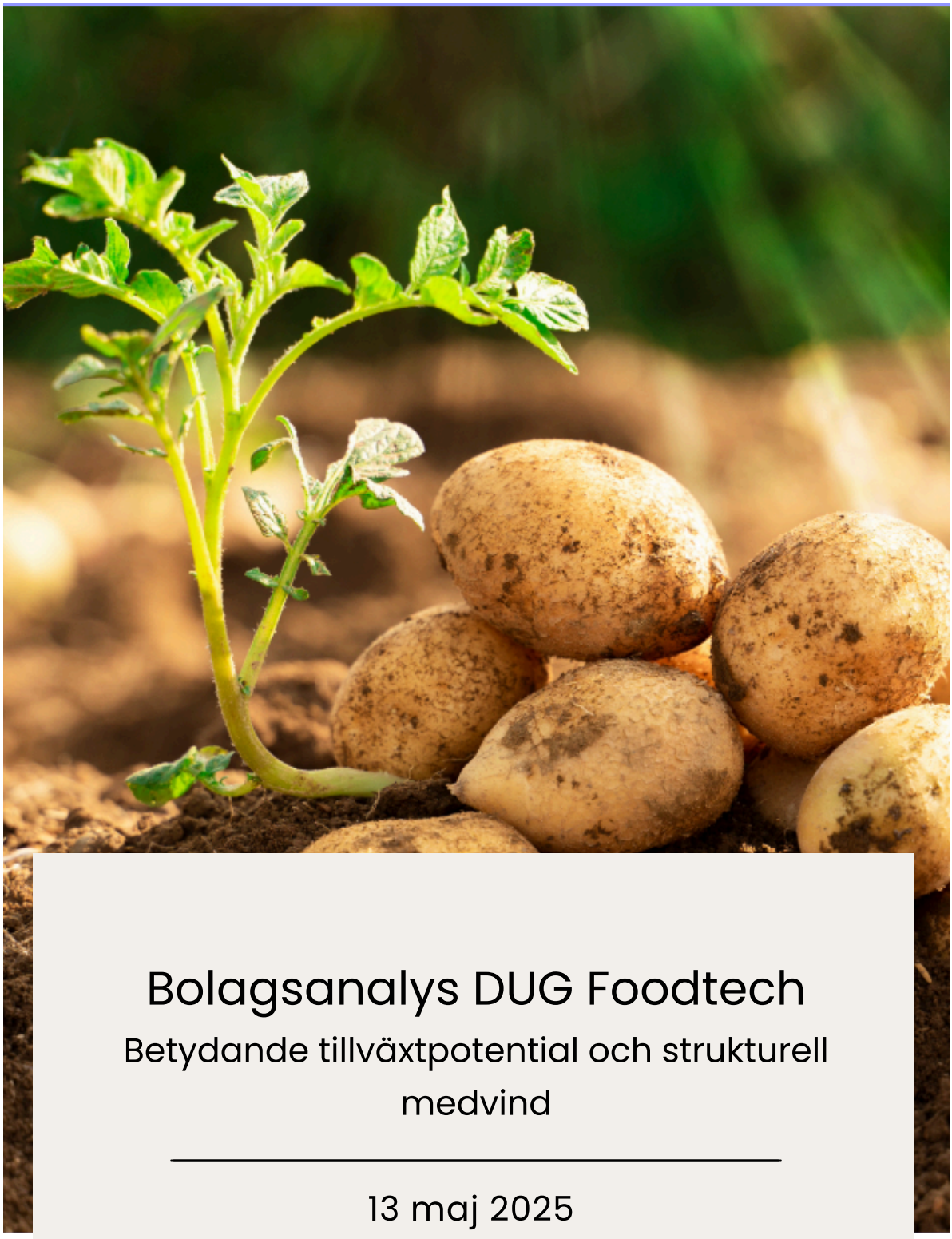


Bolagsanalys DUG Foodtech

Betydande tillväxtpotential och strukturell medvind

13 maj 2025

IMPALA NORDIC

1. Introduktion 3
2. Investeringscase 4
3. Produkter 5
4. Affärsmodell 7
5. Försäljningssegment 8
6. Produktion 9
7. Butikslistningar 10
8. Marknad 11
9. Konkurrerande alternativ 12
10. Konkurrenter 14
11. Finansiell översikt 15
12. Tillväxtscenarier 17
13. Värdedrivare & risker 21
14. Företagsstyrning 22
15. Ägarbild 25
16. Slutord 26
17. Disclaimer 27

1. INTRODUKTION

- DUG Foodtech AB (publ) ("DUG" eller "Bolaget") utvecklar och säljer alternativa mejeriprodukter baserade på potatis. Störst fokus ligger på drycker, där Bolagets varumärke DUG erbjuder ett alternativ till mjölk och andra icke-mjölkbaserade drycker. Produkten är allergenvänlig och kan produceras med minimalt klimatavtryck.

- DUG satsar primärt på den europeiska marknaden, med särskilt fokus på Tyskland och Sverige. Därutöver arbetar Bolaget med att etablera sig på ytterligare marknader, exempelvis Spanien.

- Bolaget har säkrat flertalet betydande butikslistningar, däribland Rossmann och Kaufland i Tyskland, som medför en sammanlagt exponering i cirka 2 400 butiker i Tyskland. I Sverige återfinns DUG i delar av Axfood-koncernens butiker (Dagab) och på Lidl.

- Genom en företrädesemission i november 2024 stärktes kassan med cirka 10 MSEK efter transaktionskostnader och amortering av skuld. I kombination med ett nyligen upptaget lån på 12,3 MSEK från större aktieägare och utvalda investerare har den finansiella ställningen stärkts väsentligt.

- DUG har en mycket kapitalstark ägarbas, där de sju största ägarna bedöms ha en nettoförmögenhet på över 100 MSEK vardera. Bland de största ägarna återfinns bland annat Marjan Dragicevic, känd investerare med stor förmögenhet.

- Genom omfattande effektiviserings- och sparåtgärder har Bolaget minskat sina rörelsekostnader avsevärt. Vilka i dagsläget uppgår till drygt 5 MSEK per kvartal.

- Bolaget har kommunicerat ett finansiellt mål om att uppnå 100 MSEK i omsättning på rullande tolv månader på medellång sikt med 15-20 % rörelsemarginal. Bolaget bedömer att målet är möjligt att uppnå inom 12-18 månader.

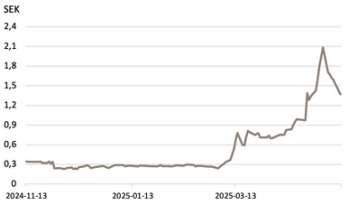
Bolagsöversikt

Ticker	DUG
Lista	First North
Aktiekurs	1.4 SEK
Antal aktier	144 390 039
Börsvärde	200 MSEK
VD	Helene Nielsen

Ägarlista

Kapital	Största ägare
9,7 %	Bengt Anders Färnqvist
9,4 %	Kenneth Eriksson
8,7 %	Johan Möllerström
7,0 %	Einar Haugland
6,8 %	Marjan Dragicevic
6,2 %	Torbjörn Malmsjö
3,5 %	Mats-Ola Andersson
3,5 %	Eva Tornberg via bolag
2,3 %	Nordnet Pension
1,8 %	Anders Hättmark via bolag

Kursutveckling



Analytiker

Vilhelm Ruhr
vilhelm@impalanordic.se

Turnaround initierad

DUG har gjort betydande insatser för att effektivisera verksamheten och sänka kostnadsbasen, samtidigt som ägarbasen har stärkts i samband med företrädesemissionen i slutet av 2024. Därtill har produkten förfinats genom att neutralisera smaken, och Bolaget har genomfört ett omfattande arbete med att omprofilera varumärket. Dessa faktorer gör att både produkten och Bolaget skiljer sig betydligt från tidigare. Genom företrädesemissionen i slutet av 2024 samt det ingångna lånet i mars 2025 har Bolaget stärkt balansräkningen väsentligt. Samtidigt bedömer vi att en betydande del av kassan krävs för att underhålla Bolagets rörelsekapitalbehov.

Unik produkt

DUG erbjuder en unik och patenterad produkt. Produktionen är mycket resurseffektiv och klimatsmart, vilket positionerar DUG som ett av de främsta alternativen till mejeriprodukter. Drycken är dessutom allergenvänlig, neutral i smaken och kostnadseffektiv. Dessa faktorer skapar tydliga konkurrensfördelar och stärker förutsättningarna för lönsamhet.

Strukturell medvind

Bolaget har en tydlig strukturell medvind och gynnas av initiativ som syftar till att minska klimatavtryck och resursanvändning. Den effektiva produktionen skapar dessutom ekonomiska incitament att välja DUG som ersättning för mejeribaserade alternativ. Vi bedömer att detta är särskilt relevant för exempelvis offentlig sektor, där både ekonomiska och miljömässiga krav är höga.

Vidare så gynnas Bolaget av nuvarande omvärldsläge, där exempelvis beredskapsfrågor har kommit upp på tapeten. Med lång hållbarhet är DUG ett bra alternativ att lagra som proviant för beredskap. Även utspel från USA om tullar på soja är en faktor som hade kunnat gynna DUG på längre sikt om de förblir permanenta.

Säkrat betydande butikslistningar

DUG har hittills säkrat ett flertal betydande butikslistningar, som medför stor försäljningspotential. Bland butikslistningarna är kedjorna Rossmann och Kaufland, vilket omfattar cirka 2 400 butiker i Tyskland. Vi bedömer att denna närvaro kommer att spela stor roll i kommersialiseringen framöver och etableringen på den tyska marknaden.

Stark ägarbas

Vi anser att DUG har en stark ägarbas i förhållande till Bolagets storlek. I den övre delen av ägarlistan finns kapitalstarka aktörer såsom Marjan Dragicevic samt styrelseordförande Johan Möllerström. Enligt vår bedömning stärker detta caset väsentligt, då Bolaget har tillgång till betydande kapital. De sju största ägarna bedöms ha förmögenheter på över 100 MSEK vardera, vilket är tämligen ovanligt bland bolag av motsvarande storlek.

Finansiellt mål indikerar stor potential

Bolaget har nyligen reviderat sitt finansiella mål, till att nå 100 MSEK i omsättning på rullande tolv månader med 15-20 % rörelsemarginal på medellång sikt. DUG uppger att detta är fullt möjligt att uppnå på 12-18 månader, vilket hade inneburit en enorm intäktstillväxt från nuvarande nivå. Impala Nordic bedömer att de nya butikslistningarna i Tyskland kommer att spela stor roll för möjligheterna att nå målet.

Slimmad kostnadsprofil

Bolaget har gjort betydande insatser för att minska de operativa kostnaderna (OPEX), vilka uppgick till cirka 5,4 MSEK i Q1 2025. EBIT i Q1 uppgick till -5 MSEK. Samtidigt bör det inte uteslutas att kostnadsbasen kan öka något i takt med att kommersialiseringen accelererar.

Teckningsoptioner möjliggör ytterligare kapitaltillskott

I samband med att Bolaget ingick ett låneavtal om 12,3 MSEK, emitterades 49 200 000 vederlagsfria teckningsoptioner av serie 2025/2026 till långivarna. Optionerna kan tecknas under följande perioder: 24–30 september 2025 respektive 12–18 mars 2026 och kan tillföra upp till 24,6 MSEK. Teckningskursen är 0,50 SEK per aktie, vilket med dagens aktiekurs gör att en fullteckning förefaller sannolik.

Bolagets dryck grundar sig på forskning inom livsmedelsteknik vid Lunds universitet, utförd av grundaren Eva Tornberg. Det som gör DUG unikt är den patenterade emulsionen av potatis och rapsolja, som ligger till grund för Bolagets produkter.

DUG har betydande konkurrens- och produktfördelar i förhållande till övriga mejerifria dryckesalternativ. Framställningen är mycket resurseffektiv, vilket leder till stora fördelar när det gäller kostnadseffektivitet, klimatavtryck och produktegenskaper.

Produktionen av DUG ger 67 % lägre klimatavtryck än vanlig mjölk. Jämfört med mandel, som många drycker baseras på, kräver potatisen 96 % mindre vatten vid odling. Samma gäller för havre, där odling av potatis är dubbelt så markeffektiv som odling av havre.

Källor: Carbon Cloud AB, Water Footprint Network, Lars Elofson (agronomist and founder of Swedish Potatoes)

Drycken har en neutral smak, vilket minimerar bismaker som kan upplevas när mejerifria drycker används i exempelvis kaffe. Därtill är DUG allergenvänlig, vilket gör att den kan drickas av i stort sett alla.

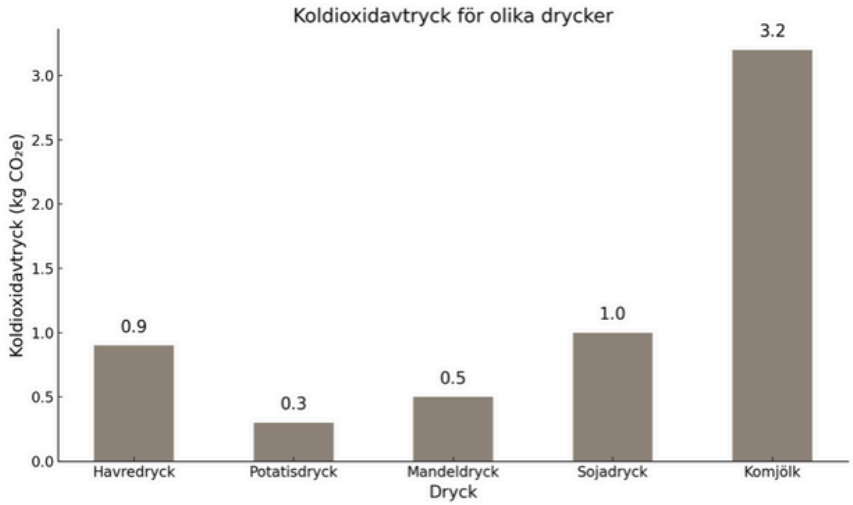
Resurseffektiviteten vid framställningen av DUG har stor betydelse för kostnaderna, som blir väsentligt lägre än för många konkurrerande alternativ. Detta leder till starkare bruttomarginaler för DUG, vilket underlättar arbetet mot lönsamhet.

Omfattande patentportfölj
Som en del av strategin att skydda Bolagets position innehar DUG en omfattande patentportfölj, vilket ger globalt skydd. Det ger även Bolaget en stark position för att förhandla om utlicensiering till aktörer som är intresserade av att sälja produkten.

DUG har 3 olika smaker på sin dryck; DUG Original, DUG Barista samt DUG Unsweetened.

Produktfördelar

Det finns flera tydliga produktfördelar med DUG, såsom att klimatavtrycket är mycket lågt och att den är allergenvänlig och glutenfri. Efter att Bolaget genomfört förändringar i receptet är drycken även mer neutral i smaken, vilket gör att den lämpar sig särskilt bra i exempelvis kaffe. Vidare är produktionen av DUG mycket kostnadseffektiv, och potatis kan odlas i stora delar av världen.



Källa: Poore, J. & Nemecek, T. (2018). Reducing food's environmental impacts through producers and consumers, Science.

DUG Orginal

DUG Original är Bolagets signaturprodukt, framtagen för att passa de flesta situationer. Den kan blandas med kaffe och te, ätas med müsli och flingor, eller drickas direkt ur glaset. Därtill passar DUG Original bra i matlagning och skiktar sig inte tack vare den unika emulsionen av potatis och rapsolja.

DUG Original innehåller 1,5 % fett, har ett klimatavtryck på 0,27–0,31 kg CO2e/kg och innehåller 29 kcal/100 ml. Bland ingredienserna finns: Vatten, Potatis (4 %), Socker, Ärtprotein, Rapsolja, Surhetsreglerande medel (Dikaliumfosfat), Kalciumkarbonat, Naturlig arom och Vitaminer (D, Riboflavin, B12).

DUG Barista

DUG Barista är snarlik DUG Original sett till innehåll, men skiljer sig genom en högre fetthalt på 3 % jämfört med 1,5 %. Denna egenskap gör att drycken blir krämigare och passar bra i kaffe, oavsett om den tillsätts direkt eller skummas.

DUG Unsweetened

DUG Unsweetened är Bolagets osötade dryck, som passar bra för konsumenter som söker ett alternativ med mindre sötma. Drycken har en fetthalt på 3 % och är utmärkt i exempelvis smoothies, där sötman ofta redan är hög.

Möjlighet att utveckla nya produkter

Jämfört med konkurrenterna på marknaden har DUG i dagsläget ett begränsat produktutbud, vilket öppnar upp för möjligheten att utveckla nya koncept framöver. Under 2025 avser Bolaget att lansera en matlagningsgrädde, vilket vi tror är en smart utvidgning av det nuvarande produktutbudet.

Distributionsmodell

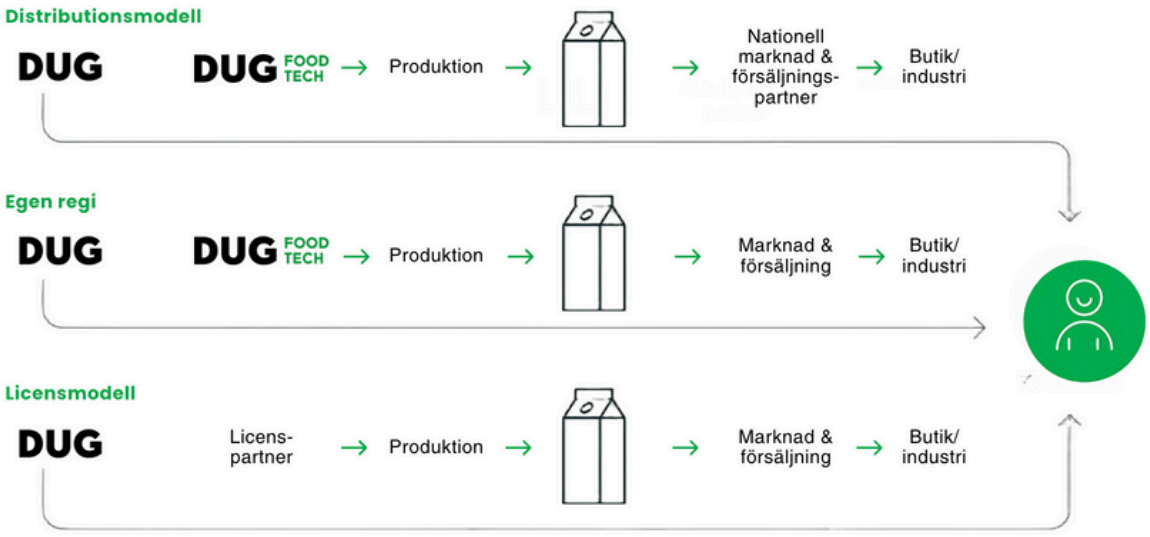
Distributionsmodellen innebär att DUG ansvarar för produktion och säljer produkter under Bolagets varumärke ("DUG"), som distributören i sin tur tar till marknaden. Denna modell används framför allt på närliggande geografiska marknader, där partnerskap ingås med kommersiellt etablerade regionala och/eller nationella aktörer. För att skapa skalfördelar produceras produkterna i samma produktionsanläggningar som även kontrakteras för de marknader som bearbetas i egen regi.

Egen regi

I Sverige och mot utvalda större kunder internationellt kommer Bolaget att kontrollera hela ledet från produktion till marknadslansering, i en kombination av anställda och kontrakterade resurser inom försäljning och marknadsföring.

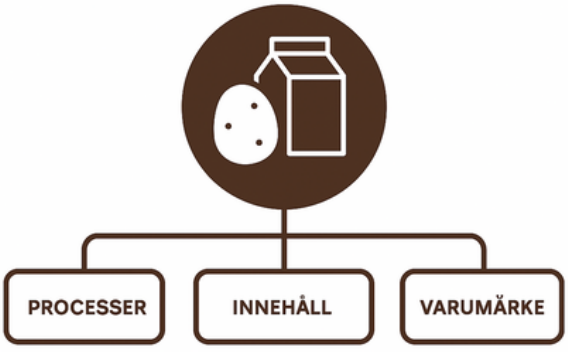
Licensmodell

En licensmodell kan användas för att snabbt och kostnadseffektivt nå ut till fler marknader internationellt. Bolaget tillhandahåller licens på produktpatent och överföring av "know-how" till licenspartnern. Därefter ansvarar licenstagaren för lokal produktion, marknadsföring och försäljning under eget varumärke eller användning av Bolagets varumärke "DUG". Från licensmodellen genereras intäkter genom löpande licensavgifter baserat på såld volym.



Patent

Bolaget har globalt skydd för den unika emulsionen av potatis och rapsolja som definierar DUG:s unika vegetabiliska mejerialternativ. Därmed är patentskyddet starkt och omfattande. Patentstrategin bygger på att patentera samtliga utvecklade produkter för att skydda marknadspositionen under lång tid framöver. Bolaget har som ambition att stärka patentskyddet för sina produkter genom att säkerställa olika alternativa komponenter i sina recept, men alltid med potatis som bas. Bolaget har även varumärkesskyddat sina varumärken i de länder där man verkar och planerar att verka.



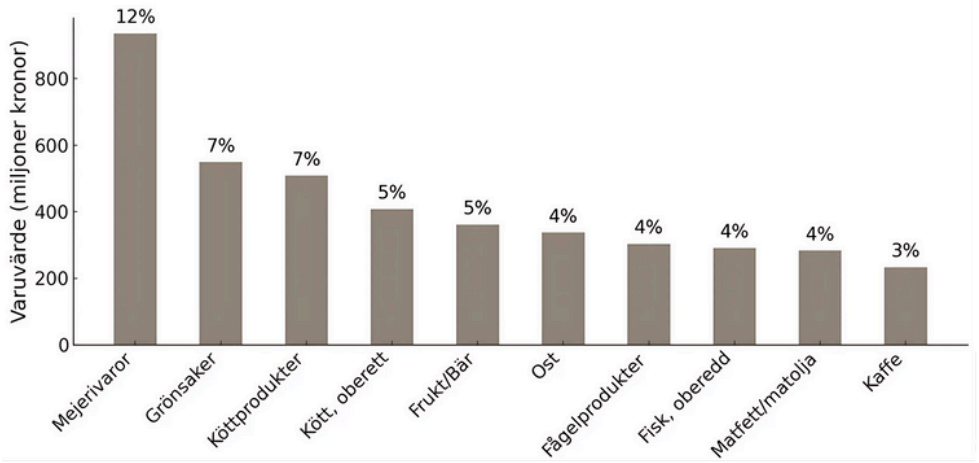
Efter en utvärdering av AWA, ett ledande immaterialrättsföretag, under 2023 indikerades ett aktuellt marknadsvärde för Bolagets patent överstigandes 50 MSEK. Därmed beslutade DUG att genomföra en uppskrivning om 50 MSEK av patentportföljen, som tidigare endast bokförts till 2 MSEK. Att en extern part validerar värdet av Bolagets innovation är en styrka.

Stor potential inom offentlig sektor

I Sverige är offentlig sektor en stor inköpare av livsmedel, och det serveras dagligen cirka 3 miljoner måltider inom skola, vård och omsorg.[1] Med ökade krav på klimatsmarta måltider och ambitioner att minska koldioxidavtrycken har DUG en stor fördel jämfört med mejeriprodukter. Den neutrala smaken i Bolagets produkter gör också att de lämpar sig bra i matlagning, där exempelvis potatisrätter bör vara givna rätter att använda DUG i.

Livsmedelsinköp i offentlig sektor 2023

Offentlig sektors överlägset största inköpssegment är mejerivaror, motsvarande nästan dubbelt så mycket som den näst största kategorin, grönsaker. Med ett varuvärde på närmre 1 miljard SEK under 2023, finns betydande marknadsandelar att hämta. Värt att notera att denna siffra är betydligt högre om privata välfärdsaktörer inkluderas.



Källa: SILO – Statistik av livsmedelsinköp till offentlig sektor 2023

Dagligvaruhandeln

Dagligvaruhandeln är en viktig kanal för att nå ut till konsumenter och få uppmärksamhet. I Sverige domineras marknaden av Axfood, Ica, Coop och Lidl. Redan nu finns DUG på Hemköp, Willys och City Gross (Axfood) och Lidl, vilket är en viktig del av att nå ut till svenska konsumenter. På den tyska marknaden finns enorm potential inom dagligvaruhandeln, där de fyra största dagligvarukedjorna tillsammans har över 26 000 butiker[2]

Foodservice

Foodservice-marknaden omfattar försäljning av livsmedel och drycker till verksamheter som restauranger, caféer, snabbmatsställen, hotell och offentliga institutioner. Denna marknad är väldigt stor, och i Sverige uppgick den totala restaurangmarknaden till 172 miljarder SEK inklusive moms under 2023.[3] Största andelen av marknaden står lunch- och kvällsrestauranger för, vilka utgör en försäljningsandel på 46,8 procent av den totala försäljningen. Foodservice-marknaden domineras av fyra stora spelare i Sverige, där Martin & Servera, Snabbgross, Menigo och Svensk Cater tillsammans står för runt 90 procent av försäljningen.[4]

Kaffekanalen – en viktig del av foodservice-marknaden

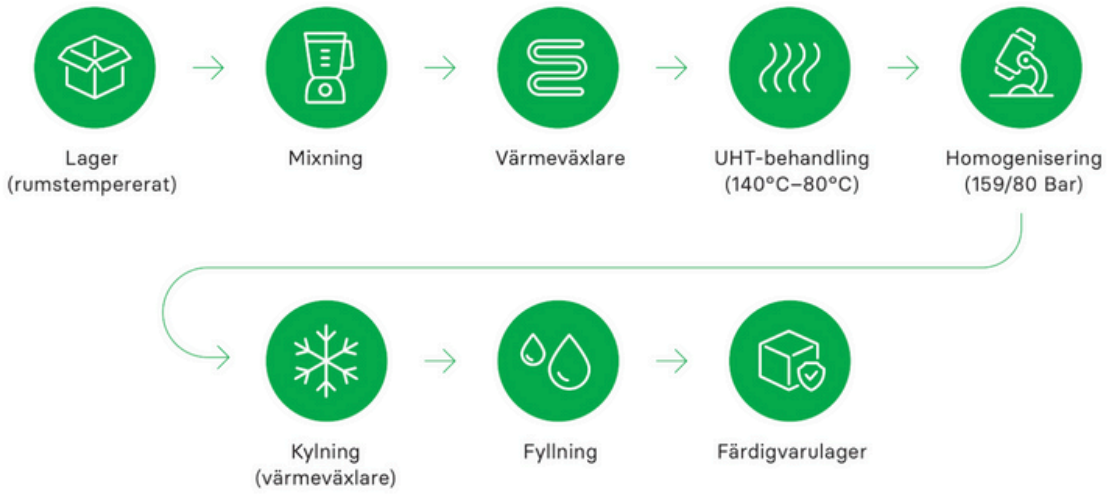
Kaffekanalen, dvs. marknaden för kaféer, kaffebarer och försäljning av kaffe i olika former, är en viktig nisch för Bolaget. Med tanke på att DUG lämpar sig bra i kaffe, är det av stor betydelse att sälja till kaféer och andra verksamheter som fokuserar på kaffe. Bolaget lägger därför stor kraft på att nå ut och erbjuda DUG Barista till verksamheter inom kaffekanalen.

[1]https://fransverige.se/foretag/regler-och-ansokan/offentlig_mat_och_ursprungsmarkningen_fran_sverige/
[2] https://ecommercegermany.com/blog/supermarket-chains-in-germany
[3]https://www.scb.se/hitta-statistik/statistik-efter-amne/naringsverksamhet-och-utrikeshandel/foretagens-produktion-forsaljning-och-ekonomi--kortperiodisk-statistik/omsattning-inom-tjanstesektorn/pong/statistiknyhet/namnlos6
[4]https://docplayer.se/214350560-Ars-och-hallbarhets-redovisning-olika-koncept-en-familj.html

6. PRODUKTION

Vid framställning av DUGs dryck utnyttjas hela potatisen, förutom skalet som återanvänds som djurfoder. Således är mängden restprodukter väldigt begränsad, vilket gör produktionen mycket hållbar och resurseffektiv. I dagsläget produceras drycken i Tyskland, vilket anses vara en fördelaktig geografisk placering. Produktionen tar ungefär 1–2 timmar, vilket är cirka 90 % kortare än processen att tillverka havremjölk.

Genom att kontraktera produktionen till en extern part med en fullskalig produktionsanläggning undviker DUG stora kostnader och investeringsbehov som hade varit förknippade med egen produktion. Även om det försämrar marginalen något, så är det i vår mening utan tvekan rätt väg att gå. Impala Nordic ser det som ytterst osannolikt att DUG skulle överväga att etablera egen produktion i dagsläget.



Urval av butikslistningar

En viktig komponent i kommersialiseringen är att nå ut till rätt matvarubutiker och att synas för konsumenter. Detta område arbetar Bolaget väldigt aktivt med och kommunicerar kontinuerligt nya butikslistningar i Europa.

Sverige

Dagab

Från februari 2025 kommer DUG Barista att finnas på hyllorna hos Hemköp, Willys och City Gross. Genom ett nytt samarbete med Dagab, en del av Axfoodkoncernen, kommer DUG Barista att nå ut till över 500 butiker.

Lidl

Sedan mars 2025 finns DUG tillgängligt i ungefär 200 Lidl-butiker runt om i Sverige. Det innebär att kunder över hela landet nu har möjlighet att enkelt hitta och köpa DUG. Expansionen är en viktig del av att komma ut i svensk dagligvaruhandel.

Tyskland

Rossmann

DUG har fått sin potatisbaserade dryck DUG Barista listad i 1 600 Rossmann-butiker i Tyskland. Därutöver blir även DUG Original och DUG Unsweetened tillgängliga online. Detta stärker DUG:s närvaro på den tyska marknaden för växtbaserade alternativ. Rossmann har cirka 5 000 butiker i Europa och omsatte 15,3 miljarder EUR 2024.

Rossmann har ett butikskoncept som inte är särskilt förekommande i Sverige, där sortimentet bland annat inkluderar skönhetsprodukter, hygienartiklar, hälsa, hushållsprodukter och ibland barn- och djurprodukter. En närmaste man kan komma en svensk motsvarighet är Åhléns, Dollarstore eller Normal.

Kaufland

Bolaget har fått DUG Barista och DUG Unsweetened listade i 780 Kaufland-butiker runt om i Tyskland. Kaufland är en tysk hypermarknadskedja som ägs av Schwarz Gruppe, samma koncern som även äger Lidl. Kaufland grundades 1984 i Neckarsulm, Tyskland, och har sedan dess vuxit till att bli en av Europas största detaljhandelskedjor.

Kedjan har 780 butiker runt i Tyskland. Med en stark närvaro i Tyskland erbjuder Kaufland ett brett sortiment av livsmedel och vardagsprodukter till miljontals kunder. Under 2023 omsatte Kaufland 34,2 miljarder EUR.

REWE

Sedan våren 2024 har Bolaget stärkt sin position på den tyska marknaden genom att säkra ett partnerskap som ger exponering mot kedjan REWE, som är en av jättarna inom tysk detaljhandel.

Österrike

MRPREIS

DUG finns i alla MPREIS-butiker i Österrike. MPREIS driver 180 butiker i Österrike och 30 i södra Italien. Den växtbaserade mejerisektorn i Österrike är under stark tillväxt, vilket gör regionen extra intressant för DUG.

Spanien

Carrefour

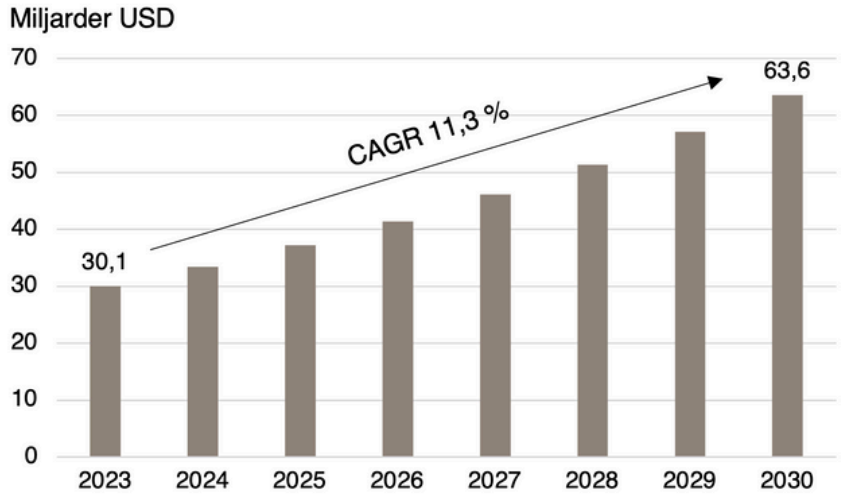
I Spanien erhöll Bolaget nyligen en listning i 150 Carrefour-butiker runt om i landet, samt en initial order värd 0,4 MSEK. Ordern i sig är av mindre karaktär, men utgör ett viktigt steg för att etablera varumärket på den spanska marknaden.

8. MARKNAD

Marknaden för växtbaserade drycker växer snabbt, drivet av bland annat ökad hälsomedvetenhet och hållbarhetstänk. Konsumenter efterfrågar alternativ med lägre miljöpåverkan och bättre näringsinnehåll, vilket har lett till innovation inom området. Tillgängligheten ökar allteftersom stora butikskedjor och restauranger tar efter, samtidigt som regleringar och policyförändringar kan gynna marknaden, såsom att subvention till mjölkproduktion minskar. Samtidigt innebär den höga konkurrensen att fokus på smak, funktion och hållbarhet ökar.

Den svenska marknaden för växtbaserade livsmedel är värd cirka 2 miljarder SEK och växer kraftigt. Samtidigt har andelen växtbaserade mejeriprodukter växt med omkring 17 % årligen, enligt en branschrapport från Växtbaserat Sverige 2020.

Den globala marknaden för växtbaserade mejeriprodukter uppskattades vara värd cirka 27 miljarder USD under 2023, med en förväntad årlig tillväxttakt (CAGR) på 11,3 % mellan 2023 och 2030, enligt rapporter från Research and Markets och Global Market Insights.



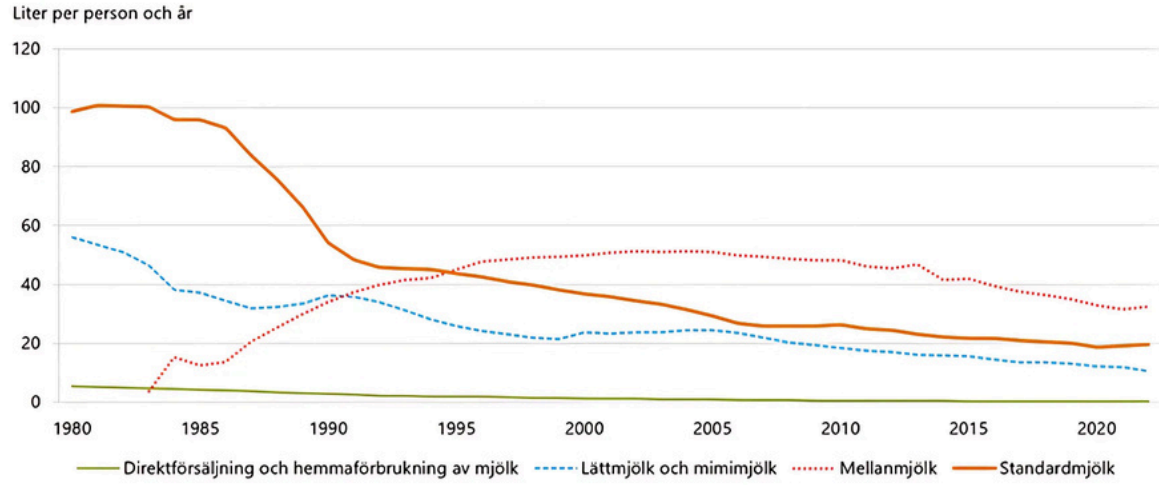
Källa: Research and Markets och Global Market Insights.

Mjölk

Vanlig mjölk är den överlägset största konkurrenten till DUG, vilket generellt sett är det alternativ som personer utan allergier eller dylikt konsumerar. I Sverige och i många västerländska kulturer har mjölken en central roll i våra dagliga matvanor, vilket gör det till en utmanande produkt att konkurrera med. Samtidigt har konsumtionen av mjölk i Sverige minskat, och jämfört med 80-talet är konsumtionen 30 % mindre, enligt Arla.[5] Räknat som direktkonsumtion av mjölk är konsumtionen ner cirka 60 % jämfört med 1980, enligt Jordbruksverket.[6]

DUG har tydliga fördelar kontra mjölk, dels är det betydligt mer resurseffektivt och klimatvänligt, dels går DUG bra att dricka för i stort sett alla konsumenter då produkten är ytterst allergen-vänlig.

Kraftigt minskat mjölkdrickande i Sverige



Källa och bild: Jordbruksverket

Även om mjölk anses vara den produkt där störst potential finns att erövra marknadsandelar, bör det beaktas att realiteten är en aning annorlunda. Vår syn är att en majoritet av de som väljer att köpa DUG i dagsläget är personer som redan konsumerar alternativa mejeriprodukter, såsom Oatly m.fl. Således blir de verkliga konkurrenterna till stor del övriga alternativa mejeri- och mjölkprodukter.

Havredryck

Havrebaserade drycker är ett av de vanligaste alternativen till mjölk och har bland annat miljömässiga fördelar mot andra råvaror, såsom mandel och soja, vilka kräver betydligt mer vattenförbrukning. En av nackdelarna är att det kan finnas spår av gluten, även om det generellt sett rör sig om väldigt små mängder.

Den mest framstående konkurrenten och alternativet bland havrebaserade mjölkalternativ är Oatly, som är en svensk pionjär inom segmentet. Oatly sålde totalt för över 800 miljoner USD under 2024 och har fyrdubblat försäljningen sedan 2019, vilket sannolikt lett till att många fått upp ögonen för alternativ till mjölk.

[5] https://www.arla.se/artiklar/fakta-mjolk/
[6] https://jordbruksverket.se/om-jordbruksverket/jordbruksverkets-officiella-statistik/jordbruksverkets-statistikrapporter/statistik/2023-12-08-livsmedelskonsumtion-och-naringsinnehall.--uppgifter-till-och-med-2022

Mandeldryck

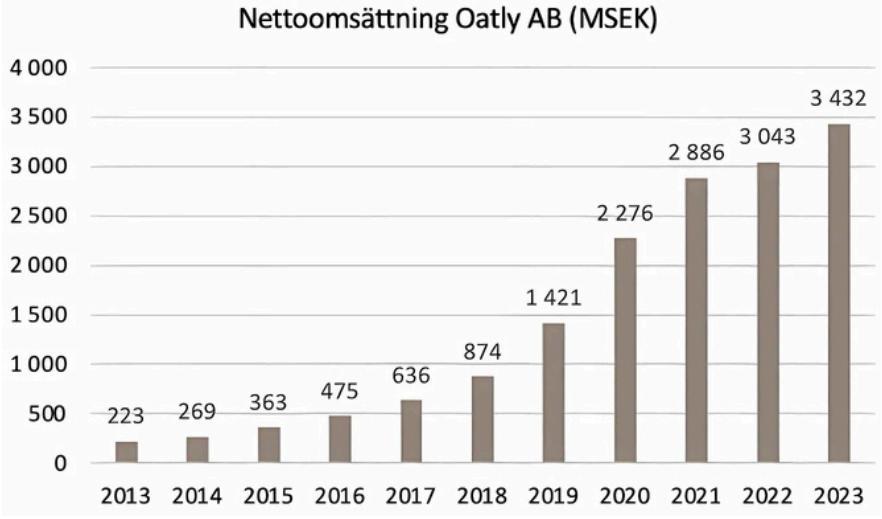
Mandeldryck förknippas av många sannolikt med märket Alpro, som är en av de största spelarna inom området. Likt övriga alternativ finns nackdelar, exempelvis att mandelodling kräver stora mängder vatten, vilket gör den mindre hållbar än exempelvis DUG. Dessutom odlas mandel ofta i områden med vattenbrist, exempelvis Kalifornien. Slutligen är den mest uppenbara nackdelen att mandel är en nöt och därför kan vara ett problem för nötallergiker.

Sojadryck

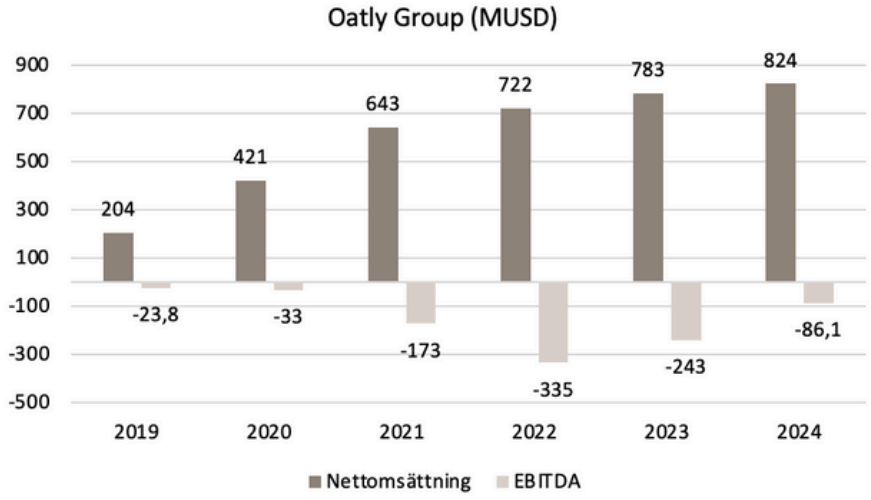
Sojadryck är ett av de populära växtbaserade alternativen till mjölk och tillverkas genom att blötlägga, mala och filtrera sojabönor. Smaken beskrivs oftast som något nötig. En nackdel är att soja är ett av de vanligaste allergenerna, vilket gör att vissa personer måste undvika sojadryck helt. Slutligen bidrar sojaproduktion till avskogning i vissa delar av världen, särskilt i Sydamerika, vilket gör att det har stor betydelse var sojan är odlad. En stor producent av sojadryck är, likt mandeldryck, Alpro.

Oatly

Oatlys dryck baseras på havre och är mer kostnadskrävande att producera, kräver specifika enzymer och tar längre tid än DUG. Dessutom är resurseffektiviteten lägre, och en stor skillnad jämfört med DUG är att drycken har en betydligt tydligare bismak. Som ett resultat av en mer komplicerad produktionsprocess har Oatly relativt svaga bruttomarginaler, vilka i Q4 2024 uppgick till 28 %.



Källa: Statista



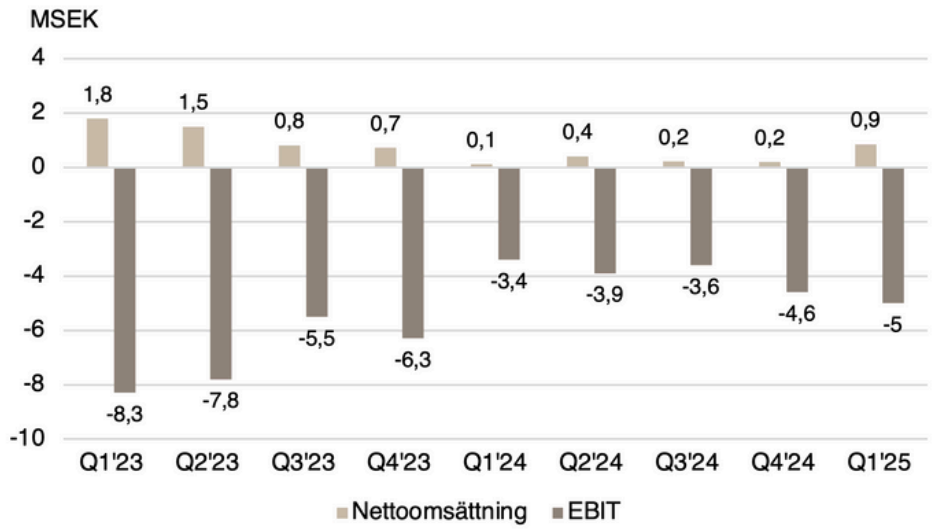
Danone

Danone, som äger Alpro, är en av de främsta konkurrenterna inom växtbaserade mejeriprodukter utöver Oatly. Danone säljer växtbaserade produkter under flera varumärken, däribland:

- Silk – Ett populärt växtbaserat varumärke i Nordamerika, känt för sina mjölkfria alternativ av soja, mandel, cashew och havre.
- So Delicious – Erbjuder växtbaserad glass och andra mejerifria produkter.
- Actimel Plant-Based – En version av den klassiska Actimel-drycken, men helt växtbaserad och baserad på havre.

Minskad förlust och förväntad intäktsacceleration

Bolaget har under 2024 genomfört omfattande kostnadsbesparingar för att minska rörelsekostnaderna. Försäljningen är i dagsläget låg, och i Q1 2025 redovisade Bolaget en nettoomsättning på 0,85 MSEK och EBIT på -5 MSEK. Till följd av ökade marknadsaktiviteter och butikslistningar förväntar vi oss att försäljningen accelererar väsentligt under 2025. Således bedöms det som sannolikt att även kostnaderna ökar något från nuvarande nivå.



Genomförd företrädesemission

Bolaget slutförde i slutet av 2024 en fullt säkerställd företrädesemission, som totalt inbringade cirka 12,7 MSEK netto. Totalt tecknades 53,5 % av emissionen, med eller utan teckningsrätter, vilket medförde att garantiåtaganden om 46,5 % av emissionen utnyttjades. Likviden avses primärt att användas till rörelsekapital, samt till viss del för sälj- och marknadsföringsaktiviteter i Europa. I samband med emissionen genomförde Bolaget kvittningar av skuld om cirka 11,7 MSEK.

Upptaget lån om 12,3 MSEK

Den 17 mars 2025 ingick Bolaget ett lån om 12,3 MSEK från större aktieägare, utvalda investerare samt Bolagets styrelseordförande, vilket avses användas för att säkra rörelsekapital och Bolagets löpande drift. Lånet har en löptid till och med den 23 mars 2026 och ersättning till långivarna består dels av en uppläggningsavgift om 5 %, dels en månatlig ränta om 1,5 %.

Teckningsoptioner serie 2025/2026

Som en del av låneupplägget emitteras 49 200 000 vederlagsfria teckningsoptioner av serie 2025/2026 till långivarna. Optionerna kan tecknas under följande perioder: 24–30 september 2025 respektive 12–18 mars 2026. Teckningskursen för teckning av aktier med stöd av teckningsoptionerna kommer att uppgå till 0,50 SEK per aktie med sedvanliga omräkningsvillkor, dock lägst aktiens kvotvärde. Vid fullt utnyttjande av teckningsoptionerna kan Bolaget tillföras upp till 24,6 MSEK före transaktionskostnader.

Med tanke på att 12,3 MSEK i lån ska återbetalas den 23 mars 2026, är det av stor vikt att teckningsoptionerna utnyttjas. Av samma anledning kommer det även att finnas starka incitament att hålla kursen över 0,50 SEK.

Kassa

I utgången av Q1 2025 uppgick kassan till 7,1 MSEK och omsättningstillgångarna till 10,7 MSEK. Som ovan nämnt blir det därför av stor betydelse att Bolaget kan säkra kapital genom teckningsoptioner i september, för att stärka kassan.

Framtida kapitalbehov

Med det ingångna lånet bedöms Bolaget kunna driva verksamheten fram tills inlösen av teckningsoptioner i september. Att säkra hela beloppet om 24,6 MSEK genom de utestående teckningsoptionerna skulle vara en stor fördel. Dessutom bedömer vi att nuvarande ägarbas kommer att stötta vid behov.

Marginaler

Bolagets bruttomarginaler bedöms ligga på 30–40 % i dagsläget. Detta är enligt vår mening starkt, sett till att konkurrenter såsom Oatly redovisade en bruttomarginal på cirka 28 % i Q4 2024. Samtidigt bör det beaktas att Oatly redovisade en ökning om 5,4 %-enheter jämfört med Q4 2023, vilket gör att DUG:s marginaler framstår som väldigt starka. DUG bör därmed ha betydligt mer fördelaktiga förutsättningar för att nå lönsamhet, något som ett bolag som Oatly, med en kvartalsomsättning överstigande 2 miljarder SEK, inte är. På längre sikt tror vi dessutom att DUG kan dra nytta av skalfördelar och växa bruttomarginalen ytterligare.

Årlig nettoomsättning för break-even på rörelsenivå (MSEK)

Nedan är en visualisering av hur OPEX och bruttomarginalen påverkar vilken nivå Bolaget uppnår break-even på rörelsenivå.

OPEX Månad	30 % BM	35% BM	40% BM	45% BM
1,5 MSEK	60,0	51,4	45,0	40,0
1,6 MSEK	64,0	54,9	48,0	42,7
1,7 MSEK	68,0	58,3	51,0	45,3
1,8 MSEK	72,0	61,7	54,0	48,0
1,9 MSEK	76,0	65,1	57,0	50,7
2 MSEK	80,0	68,6	60,0	53,3
2,5 MSEK	100	85,7	75	66,7
3 MSEK	120	102,9	90	80

Finansiella mål

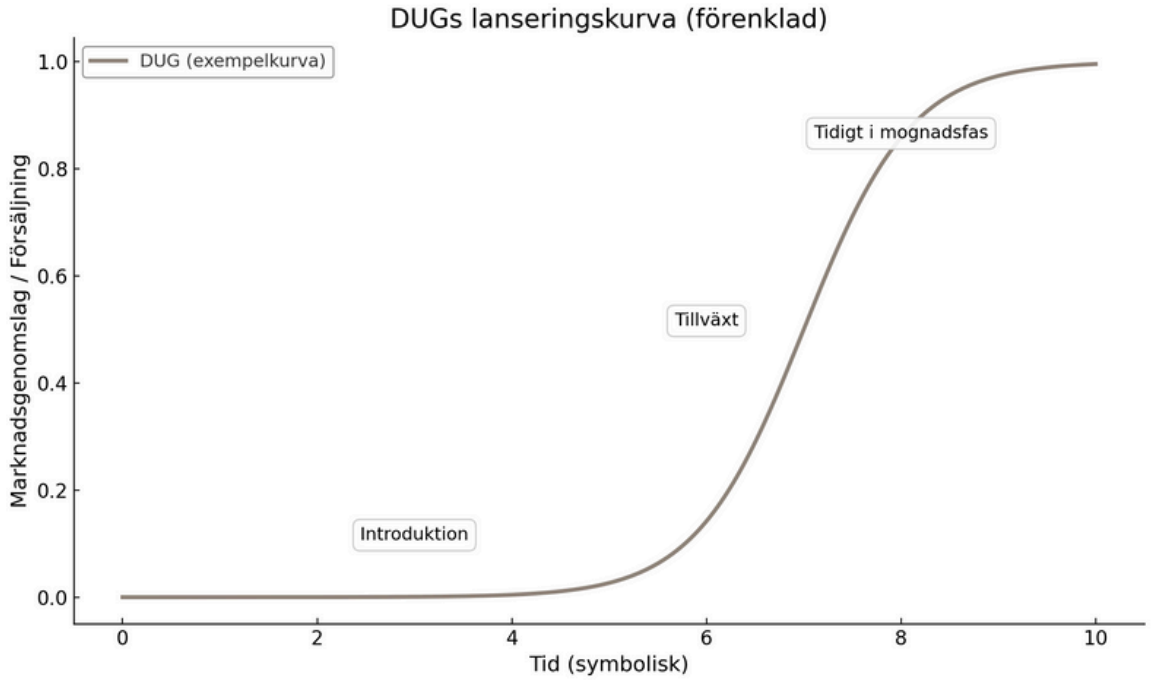
I samband med kvartalsrapporten för Q1 2025, uppdaterade DUG sina finansiella mål från tidigare mål om 80 MSEK i omsättning 2025, till 100 MSEK på rullande 12 månader (R12), med positiv rörelsemarginal om 15-20% (EBIT) på medellång sikt. Bolaget uppgav samtidigt att man ser detta som fullt möjligt inom 12-18 månader. I vår mening är det rimligt att målet reviderades, då 80 MSEK i omsättning 2025 var för ambitiöst enligt vår bedömning.

Värdering

I dagsläget värderas DUG till cirka 200 MSEK, vilket bör ses i ljuset av att aktien har stigit med närmre 500 % hittills under 2025. I vår mening kan värderingen därmed anses som relativt rättvis, med tanke på det skede Bolaget befinner sig i, samt i jämförelse med värderingarna för övriga mikrobolag på börsen. Samtidigt är värderingen blygsam i förhållande till toppnoteringen 2021, då aktien handlades till drygt 60 SEK, vilket motsvarade ett börsvärde på nära 700 MSEK.

Förenklad lanseringskurva

Vår bedömning är att en lanseringskurva enligt nedan är trolig för DUG, där en stor del av tillväxten sannolikt sker under en förhållandevis kort period. Under introduktionsfasen, som Bolaget befinner sig i för tillfället, är försäljningen låg och vår uppfattning är att produkten fortfarande är relativt okänd. Därför krävs ett genombrott för att på allvar nå fasen där tillväxten tar fart, vilket kan jämföras med exempelvis Oatlys lanseringskurva.



Tillväxtscenarier

Vi har estimerat tre olika scenarier som vi anser speglar intäktspotentialen baserat på Bolagets guidning och marknadspotential. Den huvudsakliga faktorn för att nå break-even är att öka omsättningen, vilket enligt vår bedömning kan uppnås vid cirka 60 MSEK i årlig nettoomsättning baserat på 6 MSEK i OPEX per kvartal och 40 % i bruttomarginal. I scenarierna utgår vi från en tillväxtkurva likt den tidigare presenterade, där Bolaget går från en introduktionsfas med låg försäljning till en tidig tillväxtfas med mycket stark tillväxt.

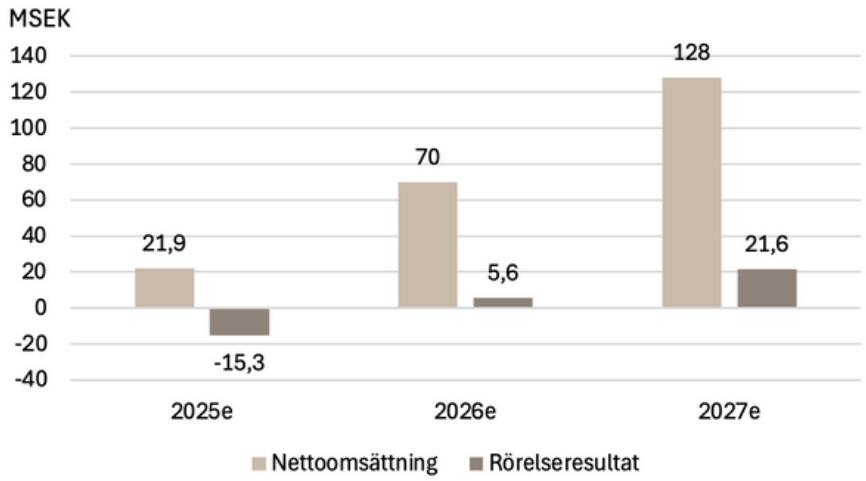
Scenariernas grund

Det är värt att notera att tillväxtscenarierna bör ses som högst osäkra, då både omfattningen och timingen av Bolagets tillväxtresa är mycket svår att estimera i nuvarande skede. Ur ett investerarperspektiv anser vi att de framförallt bör betraktas för att förstå dynamiken mellan intäkter och resultat. Som primär grund för antagandena är Bolagets mål om att uppnå 100 MSEK i omsättning på rullande basis på medellång sikt.

Grundscenario

I vårt grundscenario estimeras en nettoomsättning på 21,9 MSEK för 2025e, med ett negativt rörelseresultat om -15,3 MSEK. Positivt rörelseresultat väntas uppnås för helåret 2026e, med en nettoomsättning på 70 MSEK och ett rörelseresultat om 5,6 MSEK. Vi estimerar en stigande bruttomarginal under estimatperioden, som når 39,6 % vid utgången av 2027e. För att scenariot ska förverkligas krävs att kommersialiseringen i Europa fortsätter accelerera, samtidigt som DUG får ett starkare fäste inom foodservice och etablerar sig inom offentlig sektor. Viktigast för scenariot är att försäljningen utvecklas väl i de butiker där DUG listats.

MSEK	2025e	2026e	2027e
Nettoomsättning	21,9	70	128
Rörelsekostnader	-23,1	-25,0	-29,0
Bruttomarginal	35,8%	37,6%	39,6%
Rörelseresultat	-15,3	5,6	21,6
Rörelsemarginal	-70%	8%	17%

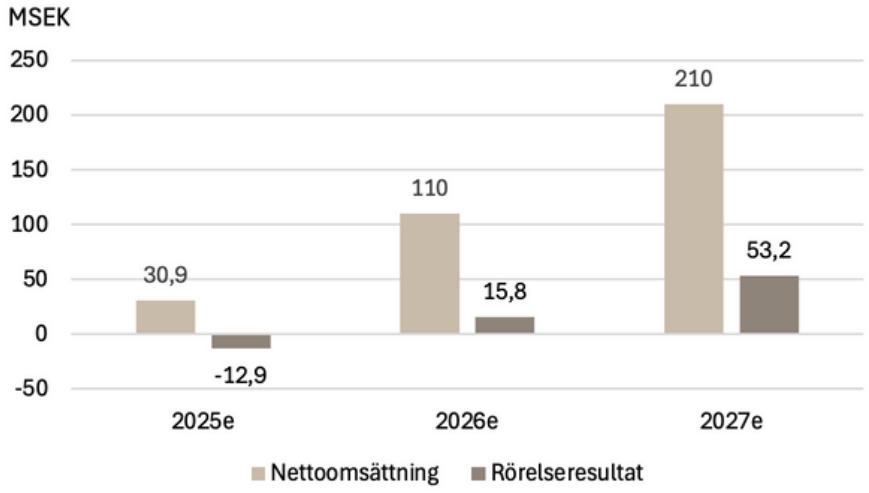


Optimistiskt scenario

I ett optimistiskt scenario estimerar vi en nettoomsättning på 30,9 MSEK för 2025e, vilket vi ser som optimistiskt, men ej omöjligt. Lönsamhet på rörelsenivå uppnås under 2026e, med en nettoomsättning på 110 MSEK och en rörelsemarginal om 14 %. I detta scenario antar vi en offensiv utveckling av bruttomarginalen, som estimeras öka från 35 % till 45 %. För att detta ska realiseras krävs att DUG slår igenom på riktigt och ett succéartat framsteg inom dagligvaruhandeln, samtidigt som vi förutsätter en kraftig tillväxt inom foodservice och offentlig sektor under 2026 och 2027.

Scenariot anses spegla att Bolaget uppnår sitt finansiella mål, att omsätta 100 MSEK på rullande tolv månader, under 2026. Samtidigt gör vi något offensiva antaganden för 2027, som bygger på att Bolaget når sitt finansiella mål och fortsätter att accelerera.

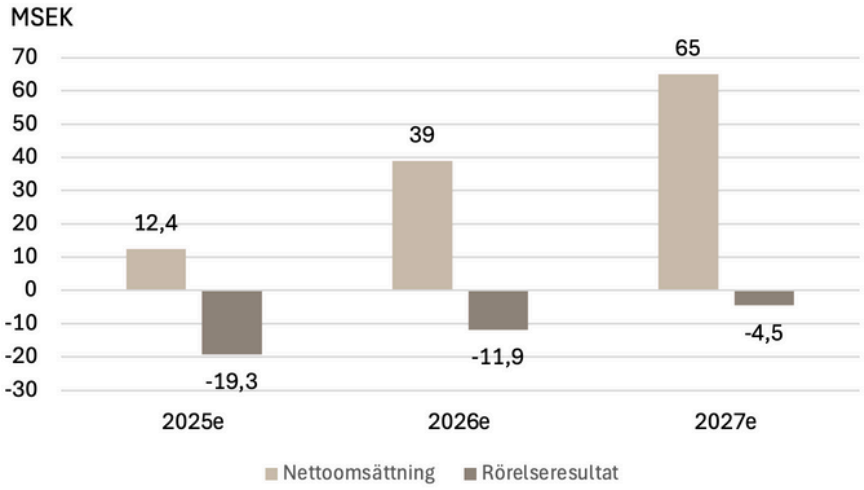
MSEK	2025e	2026e	2027e
Nettoomsättning	30,9	110	210
Rörelsekostnader	-24,4	-29,0	-40,0
Bruttomarginal	37,3%	40,7%	44,4%
Rörelseresultat	-12,9	15,8	53,2
Rörelsemarginal	-42%	14%	25%



Pessimistiskt scenario

I vårt pessimistiska scenario förväntas tillväxttakten vara avsevärt långsammare, med en nettoomsättning om 39 MSEK 2026e och 65 MSEK 2027e. Detta innebär att Bolaget närmar sig break-even på rörelsenivå först under slutet av 2027e. Vi gör även mer försiktiga antaganden kring bruttomarginalen, som estimeras öka från 30 % till 35 % under estimatperioden.

MSEK	2025e	2026e	2027e
Nettoomsättning	12,4	39	65
Rörelsekostnader	-23,1	-24,6	-27,0
Bruttomarginal	30,7%	32,6%	34,6%
Rörelseresultat	-19,3	-11,9	-4,5
Rörelsemarginal	-156%	-30%	-7%



Värdedrivare och risker

Ökad distribution genom fler butikslistningar ser vi som en tydlig värdedrivare framöver, då det stärker försäljningsvolymerna och ökar varumärkets synlighet. Samtidigt utgör etablering inom foodservice och offentlig sektor en nyckelfaktor, där avtal med skolor, sjukhus och restaurangkedjor kan skapa stabila och återkommande intäkter.

Ett annat värdedrivande element är strategiska partnerskap och samarbeten, där DUG exempelvis kan dra nytta av större aktörers distributionskanaler eller ingå samarbete med livsmedelsproducenter. Slutligen är lönsamhet en central målsättning, där Bolaget behöver balansera tillväxt med kostnadskontroll för att kunna nå positivt resultat.

Risker

Trots potentialen finns flera uppenbara risker. En av de mest påtagliga är utmaningen att nå det finansiella målet – att omsätta 100 MSEK på rullande tolv månader på medellång sikt. Vidare är den höga konkurrensen en stor risk, där etablerade aktörer och nya uppstickare ständigt tävlar om konsumenterna. Bolaget går dessutom med förlust, vilket medför ett löpande kapitalbehov. Sammanfattningsvis bör investerare vara medvetna om att DUG befinner sig i en väldigt tidig fas, där man både bör vara beredd på framtida emissioner och att produkten ej får det fästet på marknaden som tänkt.

SWOT analys

Strengths

- Unik och patenterad produkt
- Tydlig produktnytta
- Nyligen stärkt kassa
- Kostnadsfokus
- Stark ägarbas

S

Weaknesses

- Olönsamt
- Låg försäljning
- Högt konkurrensutsatt bransch

W

Opportunities

- Expansion i Europa
- Försäljning till offentlig sektor och foodservice
- Nya produkter
- M&A med större aktör som ser värde i Bolagets patent och produkt

O

Threats

- Framtida finansieringsbehov
- Konkurrens från jättarna inom växtbaserad dryck
- Svag konsument och stigande matpriser

T

Ledning & styrelse

Helene Nielsen - VD

Anställd sedan 5 oktober 2023

Innehav: 902 048 aktier och 500 000 optioner.

Tidigare uppdrag: Tung säljerfarenhet från Oatly, Sproud, Tweek Sweets with Benefits och Kaslink Aito.

Utbildning/bakgrund: IHM marknadsekonom

Emil Bendroth - Finanschef

Anställd sedan juli 2023

Innehav: 151 302 aktier och 300 000 optioner.

Tidigare uppdrag: Lång och bred erfarenhet från seniora roller i bolag som
Zeta Display, Prisjakt och Doro.

Utbildning/bakgrund: Internationella ekonomprogrammet vid Lunds universitet.

Anna Rosengren – Marknadsförings- och kommunikationschef

Innehav: 585 880 aktier och 300 000 optioner.

Tidigare uppdrag: Bred arbetslivserfarenhet från näringslivet. Senior konsult på bolag som Tetra Pak, Sony och Ikea med befattningar som Tech marketing manager, Communication specialist och Technical communicator.

Utbildning/bakgrund: Teknologie kandidatexamen i datateknik, inriktning information och medieteknik från Tekniska högskolan i Jönköping.

Åsa Josell - Forsknings- och utvecklingschef.

Innehav: 440 000 aktier och 300 000 optioner.

Övriga uppdrag: Styrelseledamot i VivoProtect AB

Tidigare uppdrag: Åsa har en gedigen och bred erfarenhet inom strategiskt innovationsarbete inom FMCG-sektorn och en stark kommersiell kompetens. Hennes erfarenhet innefattar hur produktutveckling och innovation inte bara kan bidra till hållbar tillväxt utan också stärka varumärken och skapa värde både inom dagligvaruhandeln och food service. Åsa har tidigare varit innovation & product development director på Atria Sverige och har tidigare haft ledande befattningar inom produktutveckling och innovation på Findus och Campbell Soup.

Utbildning/bakgrund: Åsa har en teknologie doktorsexamen i livsmedelsteknologi och en civilingenjörsexamen i kemiteknik, båda från Lunds universitet.

Johan Möllerström - Styrelseordförande

Innehav: Johan äger 1 754 236 aktier och 150 000 teckningsoptioner av serie 2023/2026 i DUG Foodtech

Styrelseordförande sedan 2023.

Johan är civilekonom med examen inom finansiell strategi från Lunds universitet. Han har arbetat inom finansindustrin med stor erfarenhet att skapa affärer och finansförvaltning. Han har en stor erfarenhet från miljöteknik från sid tid i Malmberg Water, där Johan växte bolaget organiskt från en omsättning på 150 MSEK till 500 MSEK under tio år. Johan har även stark erfarenhet från affärsutveckling med kompetens inom förhandling, affärsplanering, internationella affärer, entreprenörskap och försäljningsledning. Johan driver tillsammans med sin bror familjens Family Office där fokus är investeringar i bolag i tidig fas.

Övriga uppdrag: Styrelseordförande i SensoDetect AB (publ) och Gläntag Group AB. Styrelseledamot i Intellego Technologies AB (publ), Coxa Carry AB och Krinova Incubator & Science Park AB.

Rolf Bjerndell - Styrelseledamot

Innehav: 585 880 aktier och 300 000 optioner.

Tidigare uppdrag: Bred arbetslivserfarenhet från näringslivet. Senior konsult på bolag som Tetra Pak, Sony och Ikea med befattningar som Tech marketing manager, Communication specialist och Technical communicator.

Utbildning/bakgrund: Teknologie kandidatexamen i datateknik, inriktning information och medieteknik från Tekniska högskolan i Jönköping.

Kaj Söderström - Styrelseledamot

Innehav: Kaj äger 10 000 aktier i DUG Foodtech

Styrelseledamot sedan 2024.

Kaj har såväl styrelse- som ledningsgruppserfarenhet i större bolag. Han har tidigare arbetat med sourcing/inköp/logistik, produktion, miljö, ERP och försäljning samt har bred erfarenhet av internationella affärer. Kaj kommer närmast från Bona AB där han innehade rollen som Senior Adviser Sourcing &
Operations. Kaj var under åren 2016 till 2019 styrelseordförande i Dug Foodtech.

Övriga uppdrag:Inga övriga pågående uppdrag.

Markus Dragicevic - Styrelseledamot

Innehav: 45 000 aktier och 200 000 optioner.

Styrelseledamot sedan 2024.

Markus arbetar som partner hos Dragfast AB och arbetar utöver det som egenföretagare för Dragmark Invest AB. Markus har tidigare arbetat som, bland annat, associate inom capital markets på Colliers, partner på Lastor i Skåne AB och fastighetsförvaltare på Dragfast AB. Tidigare förtroendeuppdrag omfattar, bland annat, styrelseledamot för Oscar Properties Holding AB, styrelseledamot för Tolvmanstegen Drift AB samt ledamot i valberedningen för Cibus Nordic Real Estate AB.

Övriga uppdrag
Styrelseledamot i: Dragfast AB, Erikahuset AB, Dragfors AB, Dragmark Invest AB, Ryd-Rönnerum Drift AB
Styrelsesuppleant i Jpl husen AB och Nirvana Invest AB.

15. ÄGARBILD

Topp 10 ägare	Andel av kapital
1. Bengt Anders Färnqvist	9,7%
2. Kenneth Eriksson	9,4%
3. Johan Möllerström med bolag	8,7%
4. Einar Haugland	7,0%
5. Marjan Dragicevic	6,8%
6. Torbjörn Malmsjö	6,2%
7. Mats-Ola Andersson	3,5%
8. Eva Tornberg via bolag	3,5%
9. Nordnet Pensionsförsäkring AB	2,3%
10. Anders Hättmark via bolag	1,8%
Övriga aktieägare	41,2%

Impala Nordic har slutordet

Sammantaget anser vi att DUG står inför stora möjligheter, samtidigt som den finansiella ställningen är förhållandevis stabil. Försäljningspotentialen är betydande, och Bolagets arbete med att förbättra smaken, samt att ge varumärket en nystart bör öka förutsättningarna för framgång. Samtidigt har Bolaget historiskt inte lyckats nå några större säljvolymer, vilket understryker utmaningen att nå ut på marknaden. Därmed är det positivt att Bolaget har säkrat flertalet större butikslistningar, såsom Kaufland och Rossmann i Tyskland.

Bolagets finansiella mål om att omsätta 100 MSEK på rullande tolv månader på medellång sikt tyder på en stor tro gällande försäljningspotentialen. I vårt grundscenario har vi estimerat 128 MSEK i nettoomsättning 2027e, med 17 % i rörelsemarginal. I linje med Bolagets finansiella mål.

Att Bolaget nyligen ingick ett lån samt emitterade teckningsoptioner skapar väldigt goda förutsättningar för att växa. Om teckningsoptionerna fulltecknas tillförs Bolaget 24,6 MSEK, vilket potentiellt kan medföra att inget eller ett minimalt kapitalbehov för att täcka OPEX återstår. Det är därför av stor vikt att aktien håller sig över 0,50 SEK för att säkerställa en så hög teckningsgrad som möjligt.

Slutligen är det mycket positivt att ledning och styrelse har skin in the game, där framför allt Bolagets ordförande, Johan Möllerström, har incitament att leverera aktieägarvärde genom sitt ägande om cirka 8,7 %. Att övrig ägarbas är väldigt kapitalstark ser vi även som mycket positivt, då det bland annat underlättar finansiering betydligt.

17. DISCLAIMER

© 2025 Impala Nordic. All rights reserved.

Materialet och informationen som upprättats av Impala Nordic är inte att betrakta som investeringsrådgivning av något slag. 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. Impala Nordic eller personer bakom Impala Nordic äger inga aktier i Bolaget.

Denna analys är oberoende men finansierad. Detta innebär att Impala Nordic har erhållit betalning från Bolaget för att upprätta analysen. Impala Nordic reserverar sig för eventuella faktafel, felskrivningar och feltolkningar i analysen.