

AKTIEANALYS

FULL COVERAGE

CIRCHEM

Finansiella muskler möjliggör utbyggnad

2022-04-07

Analytiker: Patrik Olofsson

Analyst Group grundades 2014, en tid då informationen att tillgå gällande små- och medelstora bolag ansågs vara bristfällig. Därför valde Analyst Groups grundare att starta upp en analystjänst med visionen att belysa och sprida korrekt information för att ge bättre stöd i investeringsbeslut.

Idag är Analyst Group ett snabbväxande analyshus med huvudsäte i Stockholm och med filial i Lund. Vi arbetar utifrån värdeorden engagemang, passion och förtroende, med ambitionen att skriva korrekta och objektiva analyser. Därför erbjuder vi två typer av analys. Vi erbjuder dels bolag som vi anser intressanta, att på uppdrag, utföra analyser mot ersättning. Samtidigt tillhandahåller vi oberoende analyser på bolag som vi anser har särskilt intressant investeringsidé.

Vår vision är att vara den bästa informationslänken mellan de många investerarna och företagen.

Som länk mellan investerare och företag ger vi stöd i investeringsbeslut, kapitalallokering och kommunikationsvägar.

Vi tror på att hjälpa företag och investerare att bättre förstå varandra

INNEHÅLL

CirChem AB ("CirChem" eller "Bolaget") är ett svenskt Cleantech-företag grundat år 2013 med missionen att återvinna lösningsmedel och minska industrins totala klimatavtryck. Det långsiktiga målet och visionen är att inom fem år bli en ledande leverantör på den nordeuropeiska marknaden inom återvinning av lösningsmedel, där CirChem har en lösning som gör det möjligt för industrin att kraftigt minska sina utsläpp och samtidigt öka lönsamheten. Det ger upphov till en "win-win-win"-situation för kunden, CirChem och klimatet. Under december 2020 noterades CirChem på Nasdaq First North Growth Market.

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

Introduktion	4
Investeringsidé	5
Bolagsbeskrivning	6
Marknadsanalys	7-8
Finansiell prognos	9-12
Värdering	13
Bull & Bear scenario	14
Ledning & Styrelse	15-16
Appendix	17-19
Disclaimer	20

VÄRDEDRIVARE

7 av 10

CirChem har en redan etablerad anläggning på plats med tillstånd för att hantera en årsvolym om 2 500 ton. En ansökan har lämnats in för tillstånd att öka volymen till 20 000 ton, där ett potentiellt godkännande kan utgöra en stark värde drivare i aktien. Med tillståndsansökan inlämnad är fokus riktat mot att knyta till sig fler kunder, samt skala upp redan befintliga samarbetsavtal och pilotprojekt. Med en stigande volym möjliggörs en hög ROI per anläggning, med kort återbetalning och tvåsiffriga EBITDA-marginaler.

HISTORISK LÖNSAMHET

2 av 10

CirChem har under de senaste åren arbetat intensivt med att utveckla och färdigställa sin första anläggning som är uppförd i Vargön, Sverige. Den nuvarande försäljningen är blygsam, varför rådande rörelsekostnader ger upphov till ett negativt resultat. Det operativa kassaflödet har dock hanterats väl under de senaste kvartalen, men där framförallt nödvändiga CAPEX-investeringar pressar likviditeten. Betyget är baserat på historik och är således inte framåtblickande.

LEDNING & STYRELSE

6 av 10

Styrelsen och ledningsgruppen består av personer med blandade kompetenser och erfarenheter, vilket kan komma väl till nytta inför den stundande kommersialiseringssfasen. Christina Hillforth har varit VD sedan 2017 och därmed varit operativ under uppbyggnadsfasen av CirChems första anläggning och har därmed värdefulla erfarenheter. Flera av personerna i lednings- och styrelsegruppen har dock varit på Bolaget en kort tid, och för ett högre totalbetyg skulle vi även velat se ett högre insynsagande, vilket uppgår till ca 8 %.

RISKPROFIL

4 av 10

Utöver att erhålla miljötillstånd för utökad kapacitet är det avgörande att CirChem i ett första skede kan bygga ut och maximera kapaciteten i Vargön-anläggningen för att nå lönsamhet. Detta beror på flera faktorer som t.ex. möjlighet att attrahera kunder inom branscher som kan kännetecknas som konservativa, avtalens utformning, marknadspriser av lösningsmedel, volymer m.m. Detta är således en operativ risk att ta i beaktande. I och med företrädesemissionen under februari 2022 ser vi dock den finansiella risken som låg på kort sikt.

Analyst Groups betygsättning utgår från fyra huvudparametrar där varje huvudparameter består av ett flertal underparametrar med individuell betygsättning, vilka summeras till ett viktat slutbetyg för varje huvudparameter.

Värde drivare, Historisk Lönsamhet och Ledning & Styrelse sträcker sig från 1 till 10, där 10 är högsta betyg.

Riskprofil sträcker sig från 1 till 10, där 10 är att anse som högst risk.

CIRCHEM AB (CIRCHE)

FINANSIELLA MUSKLER MÖJLIGGÖR UTBYGGNAD



CirChem presenterade nyligen sin Q4-rapport, vilken var i linje med våra förväntningar. Även om Bolaget under inledningen av 2022 varit drabbade av Covid-19 ser vi att steg fortsatt tas mot att bli en större aktör inom återvinning av lösningsmedel. Att kassan fyllts på rejält under februari ser vi såklart positivt på, då detta bidrar till att möjliggöra den planerade utbyggnaden av anläggningen i Vargön. Eftersom CirChem fortsätter ta kliv framåt, samt med hänsyn till den aktuella kapitalstrukturen efter genomförd företrädesemission, upprepar vi vårt värderingsintervall i termer av motiverat bolagsvärde i ett Base scenario. Med hänsyn till de nu 16M utestående aktierna, motsvarar det ett nuvärde om 16,1 kr per aktie.

▪ Fortsatt ökat intresse

Med CirChems erbjudande kan aktörer öka sin återvinning, minska kostnader för förbränning samt korta ned långa, och i många fall internationella, transportsträckor. I ljuset av ökad geopolitisk oro har dessutom allt fler aktörer börjat överväga att minska sitt beroende av insatsvaror från ”riskfyllda” områden. Detta gynnar en aktör likt CirChem.

▪ Har fyllt på kassan

Under februari tillfördes CirChem ca 20 MSEK i nettolikvid via den tidigare annonserade företrädesemissionen. Med hänsyn till detta, och ett antagande om att Bolagets kapitalförbrukning under Q1-22 varit i linje med Q4-21, d.v.s. -2 MSEK/månad, uppskattar vi att CirChems kassa uppgår till omkring 28-29 MSEK per den sista mars 2022. Befintlig kassa antas primärt vara öronmärkt för fortsatt utveckling av CirChems kärnverksamhet, där vi anser att Bolaget vilar på en stark finansiell ställning vilket möjliggör den planerade utbyggnaden av anläggningen i Vargön, vilket i sin tur kommer leda till att CirChem kan ta emot större volymer från kunder.

▪ Justerat värderingsintervall efter emission

Vi anser att CirChem utvecklas enligt plan, varför vi därmed håller fast vid det bolagsvärde som vi tidigare ansett varit motiverat i samtliga av våra tre scenarion Base-, Bull och Bear. Dock, med hänsyn till företrädesemissionen och efterföljande balansräkning, justeras vårt värderingsintervall i termer av värde per aktie.

▪ Pandemin påverkar

Även om vi närmar oss eftermattningen från den pandemin som hållit världen i ett järngrepp under snart två års tid, så är Covid-19 fortfarande en högst påverkande faktor för samhället och aktörer i stort. För CirChems del så har organisationen varit drabbade av Covid-19 under första kvartalet 2022, vilket har resulterat i försenade testkörningar och rening av inkommande lösningsmedel, vilket i sig har inneburit lägre intäkter. Det gör att vi räknar med att den kommande Q1-rapporten, vilken enligt kalendern ska publiceras den 24 maj, kommer att visa låga intäktsnivåer.

AKTIEKURS | 6,4 kr

VÄRDERINGSINTERVALL, NUVÄRDE

BEAR	BASE	BULL
4,8 kr	16,1 kr	22,8 kr

Diskonterad värdering (nuvärde) baserat på 2026 års prognostiserade EBITDA-resultat som bas. Eventuell förändring i värdering antas ske stegvis, givet att gjorda antaganden infaller.

CIRCHEM AB

Senast betalt (2022-04-06) (SEK)	6,4
Antal Aktier (st.)	15 987 934
Market Cap (MSEK)	102,3
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	-15,1
Enterprise Value (MSEK) ¹	87,2
V.52 prisintervall (SEK)	5,0 – 21,0
Lista	Nasdaq First North Growth Market

UTVECKLING

1 månad	+13,5 %
3 månader	-45,0 %
1 år	-67,7 %
YTD	-56,7 %

HUVUDÄGARE (2021-12-31)

ALMI Invest Västsverige AB	11,6 %
Futur Pension	11,4 %
Nordnet Pensionsförsäkring AB	10,5 %
Swedbank Försäkring AB	8,4 %
Avanza Pension	6,6 %

VD OCH ORDFÖRANDE

Verkställande Direktör	Christina Hillforth
Styrelseordförande	Mats Persson

FINANSIELL KALENDER

Kvartalsrapport #1 2022	2022-05-24
-------------------------	------------

PROGNOS (BASE), MSEK	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	0,1	0,1	12,4	38,7	75,8	122,4
Bruttoresultat (adj.)¹	2,5	2,7	9,1	16,7	27,0	38,6
Bruttomarginal (adj.) ²	n.a	n.a	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Rörelsekostnader	-11,2	-19,5	-22,5	-26,2	-30,3	-33,5
EBITDA¹	-8,7	-16,7	-13,4	-9,5	-3,3	5,1
EBITDA-marginal ¹	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	4,2%
P/S	N/M	N/M	8,3	2,6	1,3	0,8
EV/S	N/M	N/M	17,4	14,5	12,5	12,5
EV/EBITDA	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	17,2

¹Inkl. aktiverat arbete och övriga intäkter.

²Exkl. aktiverat arbete och övriga intäkter.

INVESTERINGSIDÉ

FIRST
MOVER
ADVANTAGE

MILJÖ-
ASPEKTEN
GER
CIRCHEM
EN STOR
FÖRDEL

 STENA
RECYCLING

~219 MSEK
OMSÄTTNING
2026E

Inträdesbarriär och inläsnings effekter kan ge CirChem en stark marknadsposition

Marknaden för lösningsmedel är omfattande, bara i Sverige används mer än 1,2 miljoner ton lösningsmedel/år och genom återvinning av dessa kan CirChem spara miljön upp till 150 000 ton koldioxid per fullt utbyggd anläggning. För att sätta detta i perspektiv så motsvarar 150 000 ton ca 30 % av det svenska inrikesflygets totala koldioxidutsläpp. Rådande EU-regleringar ökar trycket på minskad destruktion av kemikalier och kräver att återvinnings-teknik måste användas inom bl.a. kemibranschen, om sådan teknik finns tillgänglig. Med den position CirChem har idag, med en redan befintlig anläggning på plats och dessutom en inlämnad ansökan om utökad kapacitet till 20 000 ton/år, kan det argumenteras för att Bolaget har ett *First Mover Advantage*. Vad som även är intressant att belysa är att branschen kännetecknas av höga inträdesbarriärer då konkurrenter måste designa och optimera nya fungerande anläggningar, samt erhålla nödvändiga tillstånd vilket är en tidskrävande process. Om CirChem kan nyttja sitt försprång och knyta till sig en tillräckligt stor kundgrupp, är det även osannolikt att dessa i efterhand skulle investera resurser i att byta leverantör om de är nöjda med kvaliteten.

Regleringar förväntas driva på tillväxten

CirChem bedömer att Bolaget är det enda företag som destillerar lösningsmedel för återvinning i industriell skala i Norden. Andra tekniker, såsom *indunstning*, kan inte separera lösningsmedel, vilket gör att CirChems teknik miljömässigt bedöms vara bättre än de på marknaden idag existerande lösningarna. Miljöaspekten är därför en stor konkurrensfördel för CirChems lösningar. Kopplat till detta är den sannolika utvecklingen att lagstiftning gör enklare alternativ till separering dyrare än idag, genom skatter såsom koldioxidskatt och andra avgifter, vilket på sikt kommer att försämra enklare tekniska lösningars konkurrenskraft. Ny lagstiftning förväntas också att reglera så kallad *fackling* hårdare där bästa möjliga teknik tvingas användas av miljöskäl, till förmån för återvinning. Eventuella konkurrenter skulle behöva sätta upp en eller flera nya anläggningar om de avser konkurrera med CirChems destillation, vilket är en process på flera år från myndighetsansökan till färdig anläggning. CirChem står således på rätt sida av lagstiftningar och regleringar, vilket förstärker möjligheten att utöka redan befintligt försprång.

Värde drivare kommande 24 månader

CirChem ligger rätt i tiden och har pilotavtal och projekt med kunder i olika branscher. Genomförda pilotavtal har dessutom potential att skala upp till större avtal med återkommande volymer under 2022. Vidare har man etablerat ramavtal för återvinning samt försäljning av lösningsmedel för avrop till spotmarknadspris. Under mars 2021 blev dessutom Bolaget listat som producent av etanol och isopropanol på ECHA:s Artikel 95-lista, vilket innebär att CirChem har tillstånd för att producera regulatoriskt kvalitetssäkrade desinfektionsmedel, vilket i sig kan bli värde drivande framgent. Under augusti tecknades även ett treårigt avtal med Stena Recycling för rening av insamlat lösningsmedel. Enbart tre månader efter det tecknade avtalet med Stena Recycling tecknades även ett nytt avtal om fullskalig testkörning med ett läkemedelsbolag. När testkörningen genomförts med framgångsrikt resultat har läkemedelsbolaget för avsikt att ingå ett längre samarbete om cirkulär återvinning av lösningsmedlet. Det ingångna avtalet ser vi som en potentiell trigger i aktien under 2022, samt är ett bra exempel för ytterligare tillkomna avtal och orders. Efter att CirChem genomfört sin initiala uppskalning av anläggningen i Vargön är tanken att expandera med flera anläggningar inom rätt geografier och med rätt partners. Samtliga av dessa händelser utgör potentiella värde drivare inom de närmaste 24 månaderna.

Prognos och värdering

I ett Base scenario estimeras försäljningen stiga till ca 219 MSEK år 2026, med ett EBITDA-resultat om 25 MSEK. Utifrån en peer-analys, applicerad målmultiplikator om EV/EBITDA 14 och en riskjusterad diskonteringsränta, erhålls i ett Base scenario ett nuvärde per aktie om 16,1 kr.

En trögrörlig kundgrupp medför att tidsfaktorn blir avgörande

Tillräcklig volym och rätt produktmix är avgörande för att CirChem ska bli framgångsrika i sin expansion och Bolaget kommer att behöva investera resurser i att attrahera tillräckligt med kunder och etablera en stigande efterfrågan. Detta är nyckeln till om affärsmodellens fulla potential ska kunna blomma ut. Tidsfaktorn är vad CirChem kämpar mot och den adresserbara kundgruppens trögrörlighet och konservatism ska inte underskattas.

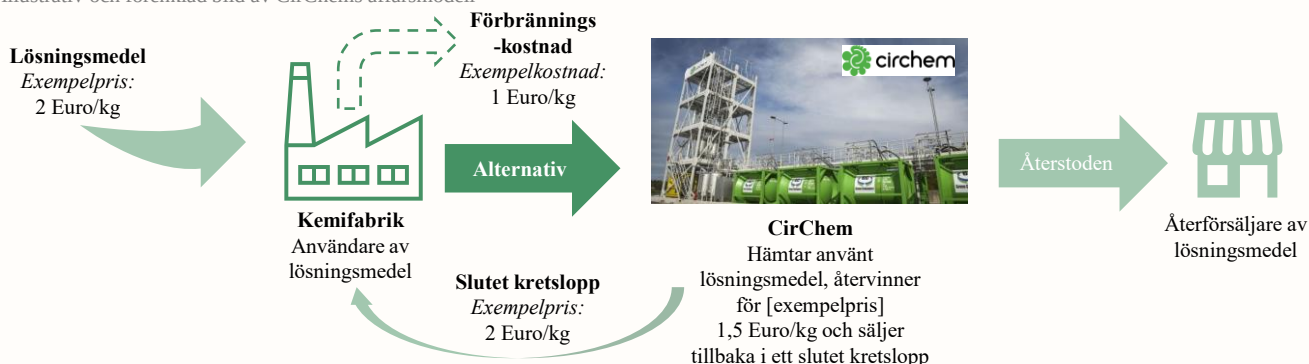
Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

BOLAGSBESKRIVNING

CirChem är ett Cleantech-bolag vars affärsmodell är att återvinna lösningsmedel som idag i huvudsak används av industriföretag vid tillverkning av kemikalier och läkemedel. Användandet av dessa lösningsmedel såsom etanol, aceton, isopropanol m.fl. innebär en kostnad för industriföretagen att förbränna eller upparbeta efter användande, och genom att återvinna dessa lösningsmedel gör CirChem det möjligt att spara pengar åt sina kunder. Dessutom får CirChem en produkt att rena och sälja tillbaka till befintliga kunder eller andra företag, genom så kallade cirkulära lösningar. Samtidigt besparas miljön stora utsläpp, varför CirChems affärsmodell därmed gynnar samtliga parter och skapar en "win-win-win"-situation.

CirChems affärsmodell är ekonomiskt gynnsam för både Bolaget och kunden, samt i slutändan även miljön.

Illustrativ och förenklad bild av CirChems affärsmodell



Analyst Groups illustration, Källa: CirChem Prospekt (2020)

Figuren ovan illustrerar hur industriföretag köper in lösningsmedel från leverantörer, för i detta exempel 2 Euro/kg. Lösningsmedlet används i industrins produktion och det som inte förbrukas slutar upp som en kontaminerad blandning kallad *lösningsmedelsavfall*. Det kontaminerade lösningsmedlet förbränns vanligen – vilket företaget betalar en miljöavgift för, vilket i detta exempel är satt till 1 Euro/kg. Totalpriset industriföretaget betalar är således 3 Euro/kg. Istället för att företaget skulle bränna lösningsmedelsavfallet, är CirChems affärsmodell att hämta upp det kontaminerade lösningsmedlet och återvinna det genom att avlägsna kontaminerande kemikalier. Detta sker genom ett antal processer, däribland filtrering och destillering, till en kostnad på 1,5 Euro/kg i detta exempel, vilket likt övriga nämnda priser och avgifter också kan variera. CirChem får då i detta exempel en tekniskt ren produkt att sälja tillbaka för 2 Euro/kg, med en marginal på 25 %, och industriföretaget sparar i detta exempel 1 Euro/kg på affären.

Siktet är inställt på att bli en **ledande leverantör** inom den nordeuropeiska marknaden, där ett av delmålen är att nå en kapacitet för hantering av 25 000 ton lösningsmedel per år i Bolagets anläggning i Vargön. Rent finansiellt estimerar CirChem att en kapacitet om 25 000 ton/år kan generera en omsättning om 250 MSEK med en EBITDA-marginal på initialt 15 %, motsvarande ett EBITDA-resultat om 37,5 MSEK.

Strategiska utsikter

CirChem löser ett stort miljöproblem och med hjälp av Bolagets metod för återvinning av lösningsmedel kan upp till 150 000 ton koldioxid per år besparas vid en fullt utbyggd anläggning. Eftersom affärsmodellen skapar en "win-win-win"-situation mellan CirChem, kunder och miljön, underlättar det införsäljningsarbetet som krävs för att Bolaget ska uppnå högre volymer. Slutkunderna verkar primärt inom konservativa och trögrörliga branscher, varpå CirChem kommer att behöva investera betydande resurser, både ekonomiska som tidsmässiga, för att bearbeta dessa och uppnå en stigande tillväxt. När väl en kund signerats råder troligen en inläsningsseffekt, då en kund troligen inte skulle investera resurser i att byta leverantör om de är nöjda med den kvalitet som CirChem levererar. Med tanke på att CirChems anläggningar är konstruerade modulärt kan Bolaget snabbare sätta upp nya anläggningar på nya platser, i takt med att efterfrågan skulle stiga. Installationstiden bedöms vara 12-18 månader och med tanke på vinstmarginalen per anläggning, givet stigande volymer, genererar det en hög ROI och relativt kort återbetalningstid om 2-3 år.

MILSTOLPAR

- ☒ Påbörja byggnation av första anläggning
- ☒ Erhålla miljötillstånd
- ☒ Första färdigställd anläggning i Vargön
- ☐ Maximera Vargöns anläggningskapacitet
- ☐ Expandera med fler anläggningar

MARKNADSANALYS

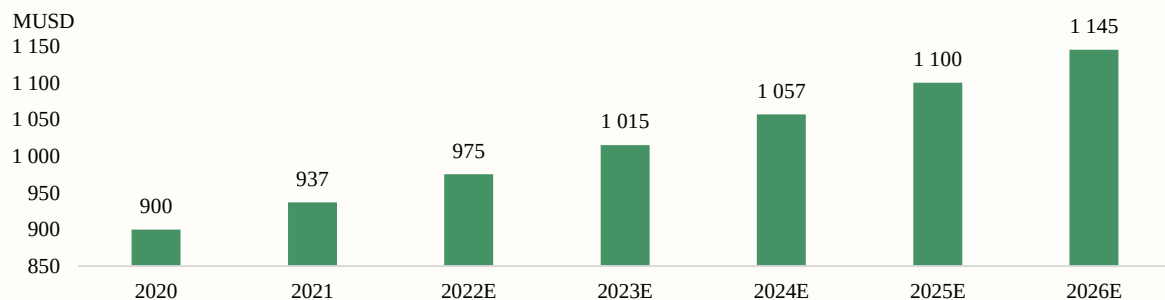
CirChem verkar inom marknaden för lösningsmedel, som främst används inom tillverkningsindustri, kemisk industri, livsmedelsindustri samt läkemedelsindustrin. Bara i Sverige nyttjas över 1,2 miljoner ton lösningsmedel varje år och CirChem bedömer att ca 10 % av dessa lösningsmedel är adresserbara för återvinning med Bolagets utvecklade tekniska lösning. Marknadssegmentet kan delas in ytterligare flera underkategorier, vari CirChem är av uppfattningen att industriella alkoholer utgör den största delen av den hittills identifierade marknaden för Bolaget. Exempel på lösningsmedel som CirChem återvinner med sin teknik är etanol, aceton, metanol, heptan, pentan m.fl..

Den globala marknaden för industriell alkohol är omfattande och värderades till drygt 180 mdUSD under år 2020, med en årlig tillväxt (CAGR) om ca 10 % mellan åren 2017-2022. Industriell alkohol har flera användningsområden inom läkemedelsindustrin, personlig vård och den kemiska industrin, där förbrukningen av dessa lösningsmedel utgör en anseelig kostnad för industriföretag att förbränna eller upparbeta efter användande. Den globala marknaden för återvinning av lösningsmedel värderades år 2020 till 900 MUSD och förväntas växa med en CAGR om 4,1 % fram tills år 2026, för att vid den tidpunkten värderas till ca 1 145 MUSD. CirChems långsiktiga mål är att bli en ledande leverantör på den nordeuropeiska marknaden inom återvinning av lösningsmedel, varför den adresserbara marknaden är något mindre, men med hänvisning till Bolagets *Market Cap* om ca 102 MSEK (2022-04-06), hade således enbart en mindre andel av denna marknad inneburit betydande intäkter för CirChem.

~ 1 145 MUSD
MARKNAD
FÖR ÅTER-
VINNING AV
LÖSNINGS-
MEDEL
2026E

Den globala marknaden för återvinning av lösningsmedel estimeras värderas till ca 1 145 MUSD år 2026.

Globala marknaden för återvinning av lösningsmedel, 2020-2026, (MUSD)

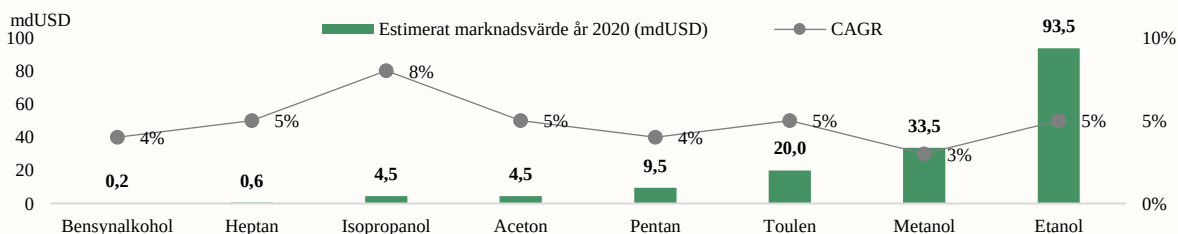


Källa: Markets and Markets – Solvent Recycling Market Size 2020, [...], Forecast 2020-2026

CirChem bedömer att alkoholerna i nedan tabell och diagram utgör största delen av den hittills identifierade marknaden, där etanol och metanol estimeras ha stått för störst andel under 2020.

Etanol och Metanol estimeras ha en adresserbar marknadsstorlek om ca 94 mdUSD respektive 34 mdUSD.

Segment och marknadsvärde av alkoholtyper, 2020



Marknadssegment	Marknadsvärde år 2020	CAGR	Relevans för CirChem
Bensylalkohol	0,2 mdUSD	4 %	Medelhög
Heptan	0,6 mdUSD	5 %	Medelhög
Isopropanol	4,5 mdUSD	8 %	Hög
Aceton	4,5 mdUSD	5 %	Hög
Pentan	9,5 mdUSD	4 %	Medelhög
Toulen	20,0 mdUSD	5 %	Låg till medelhög
Metanol	33,5 mdUSD	3 %	Medelhög
Etanol	93,5 mdUSD	5 %	Hög

Källa: uppskattade marknadsvärden utifrån Prospekt, november 2020.

MARKNADSANALYS

Konservativ bransch med höga inträdesbarriärer och regulatorisk medvind

CirChem adresserar främst stora industrier, kemi- och läkemedelsbolag, där stora volymer av lösningsmedel används, och dessa branscher karakteriseras av långsiktighet och av att vara processororienterade. Detta innebär att det råder en viss konservatism till nya processer eller nya leverantörer, men när de väl har bytt tenderar relationen att bli långvarig, varför en viss inlåsningseffekt inom branschen råder. Vidare kännetecknas branschen som CirChem opererar inom av att ha höga inträdesbarriärer, då konkurrenter behöver designa och optimera en ny fungerande anläggning att bedriva verksamheten samt erhålla nödvändiga tillstånd, som kan vara tidskrävande. CirChem har idag den enda kommersiella anläggningen i Norden och har därtill även påbörjat en ansökan om utökad kapacitet, varför det kan argumenteras för att Bolaget har ett *First Mover Advantage*. Det kan även tilläggas att företag som skulle kunna bygga egna anläggningar ofta har svårt att få plats med nya destillationsanläggningar inom sina existerande fabriker, vilket också är en barriär som verkar till CirChems fördel.



CirChem har ett stort stöd av regulatoriska regelverk, där en av de marknadsdrivande faktor för Bolagets verksamhet bl.a. bedöms vara EU:s nya tillväxtstrategi, *The European Green Deal* (Den europeiska gröna given), med syftet att uppnå klimatneutralitet till år 2050. Nya initiativet kan ses som en fortsättning av Parisavtalet, där målet är att hålla endast 1,5 graders temperaturhöjning, vilket innebär att dagens koldioxidutsläpp skall mer än halveras till år 2030 jämfört med 1990. Den europeiska gröna given omfattar bl.a. en handlingsplan för att uppmuntra ett effektivt användande av resurser genom att Europa ställer om till en ren och cirkulär ekonomi för att skapa hållbara industrier. Initiativet innebär således att investeringar inom ny och miljövänlig teknik ska göras samt ekonomiskt stöd ska ges till innovativa industrier, något CirChem faller inom ramen för och därmed kan gynnas av. Kraven på att industrier måste börja skapa cirkulära lösningar och återvinna bl.a. lösningsmedel förväntas öka, vilket kan komma att bidra till en strukturell tillväxt i CirChems verksamhet.

Covid-19-pandemin kan ge extra bränsle till marknadstillväxten

Rådande pandemi har påverkat marknaden för bl.a. industriell alkohol i det avseendet att priset för diverse lösningsmedel ökat, i synnerhet för etanol och isopropanol som används vid handsprittstillverkning. Bolaget är av uppfattningen att ökade krav på inhemsk försörjning av de för hälsa- och sjukvården kritiska kemikalier för framställning av desinfektionsmedel, bl.a. etanol, isopropanol och aceton, kommer att ställas som en konsekvens av Covid-19. För CirChems del skulle detta kunna mynna ut i en ökad lokal marknad för återvinning av kemikalier. Under augusti 2021 kommunicerade CirChem att deras klimatsmarta, svensktillverkade handsprit finns att köpa på *förhandlat.se*. Enligt vad som framgick i pressmeddelandet den 11 augusti 2021 är handspriten effektiv, kvalitetskontrollerad och bidrar till minskade CO2-utsläpp. Erbjudandet riktar sig speciellt till företag för att minska risken för smittspridning när allt fler nu återgår till ordinarie kontor och arbetsplatser.

Geopolitisk oro påvisar värdet i CirChems erbjudande

Efter att konflikten eskalerat i Ukraina under inledningen av 2022 har det blivit tydligt att allt fler industrier och aktörer letar efter sätt att minska sitt beroende av insatsvaror från vad som kan anses vara "riskfyllda" regioner. På sikt ser vi att detta kan komma att gynna en aktör som CirChem, även om det på kort sikt kan resultera i viss osäkerhet vad gäller tillgång till, och priserna på, material som behövs för den planerade utbyggnaden av anläggningen i Vargön. I spåren av kriget finns det flera aktörer som förväntar sig att priset på lösningsmedel kommer att öka, något som också gynnar aktörer inom återvinning.

FINANSIELL PROGNOSE

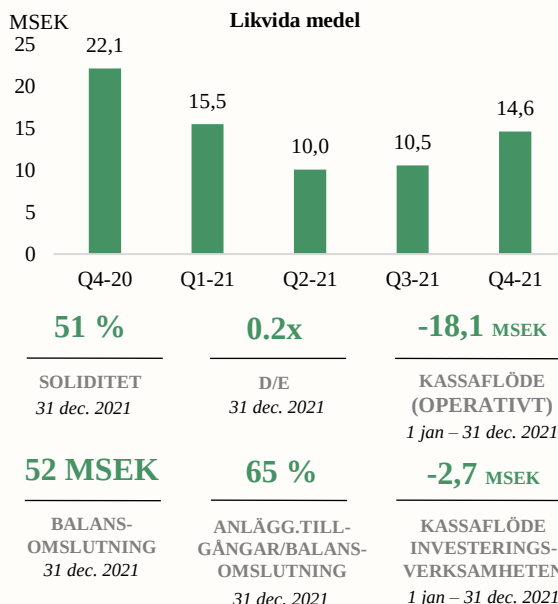
CirChem återvinner lösningsmedel och säljer renade sådana tillbaka till industrin i så kallade *closed loops*, eller cirkulära flöden. Kunderna är stora industrier, kemi- och läkemedelsföretag, och säljcyklerna är långa, liksom kundrelationerna när väl avtal har etablerats. Teknikmässigt har CirChem kommit en lång bit på vägen med en redan etablerad anläggning i Vargön, dock har ännu ingen större intäkter genererats, vilket Analyst Group estimerar bli en betydande faktor först under år 2022. Resultatmässigt har CirChem kunnat verka med en relativt låg operativ *burn rate*, med låga OPEX. Istället har det varit CAPEX-investeringar hänförliga till anläggningen i Vargön som varit drivande, vilket kan ses i Bolagets balansomslutning och tillika kassaflödet från investeringsverksamheten som mellan 2019-01-01 t.o.m. 2020-12-31 uppgick till ca -16 MSEK. Grundinvesteringar har således tagits och från år 2022 räknar vi med att försäljningen kan öka och att produktionen kan skalas upp.

Med gjorda CAPEX-investeringar har CirChem idag en färdigställd anläggning i Vargön, vilket estimeras börja generera högre intäkter under år 2022.

Historiska räkenskaper, kassans utveckling och nyckeltal

Historiska räkenskaper (SEK)	2018	2019	2020	2021
Nettoomsättning	167 726	18 770	73 000	86 000
Aktiverat arbete för egen räkning	0	0	2 105 000	2 690 000
Övriga rörelseintäkter	417	218 471	314 000	114 000
Totala intäkter	168 143	237 241	2 492 000	2 890 000
Handelsvaror	0	0	-22 000	-158 000
Bruttoresultat	168 143	237 241	2 470 000	2 732 000
Bruttomarginal	n.a.	n.a.	99,1%	94,5%
Övriga externa kostnader	-952 791	-1 810 202	-8 799 000	-14 807 000
Personalkostnader	-5 360	-211 399	-2 375 000	-4 651 000
Avskrivningar	-82 764	-82 764	-83 000	-83 000
Övriga rörelsekostnader	-1 281	-5 128	-4 000	-9 000
EBIT	-874 053	-1 872 252	-8 791 000	-16 818 000
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
Finansiella intäkter	0	39	0	0
Finansiella kostnader	-339 913	-1 389 975	-553 000	-1 332 000
EBT	-1 213 966	-3 262 188	-9 344 000	-18 150 000
Skatt	0	0	0	0
Nettoresultat	-1 213 966	-3 262 188	-9 344 000	-18 150 000
Nettomarginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.

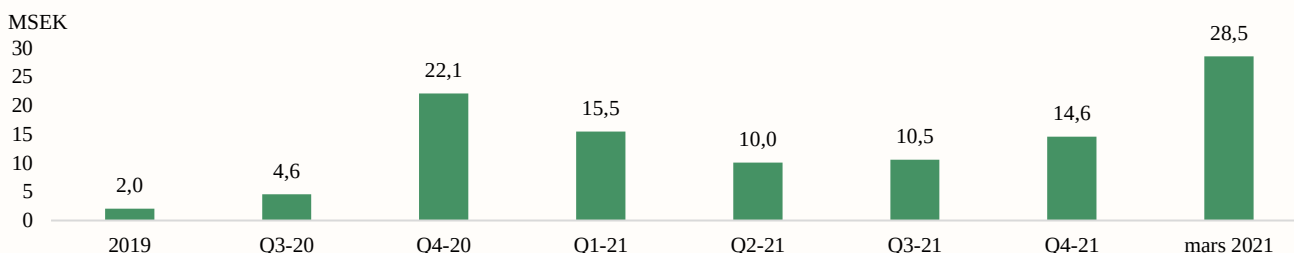
Källa: CirChem



Under februari 2022 genomförde CirChem en företrädesemission, varpå Bolaget tillfördes en nettolikvid om ca 20 MSEK. Coronakrisen har resulterat i vissa förseningar i förhandlingar med kunder, samtidigt som den svenska inhemska produktionen av desinfektionsmedel såsom etanol och isopropanol ser ut att öka framgent, vilket kan bidra till en ökad efterfrågan av CirChems erbjudande. Vid utgången av Q4-21 uppgick CirChems likvida medel till 14,6 MSEK, vilket därefter har stärkts med nämnd nettolikvid om 20 MSEK. Givet en *burn rate* om -2 MSEK/månad under Q1-22, vilket är i linje med Q4-21, estimerar vi att CirChems kassa uppgick till omkring 28-29 MSEK vid utgången av mars 2022.

Under Q1-22 har CirChem fyllt på sin kassa genom en företrädesemission.

Likvida medel



Källa: CirChem, Analyst Groups illustration

FINANSIELL PROGNOSE

Prognosperiod: år 2022 till 2026

De finansiella prognoserna sträcker sig till år 2026, där Analyst Groups estimat i ett Base scenario primärt utgår från den befintliga anläggningen i Vargön. CirChems ambition är att expandera med ytterligare tre anläggningar under perioden, vilket skulle få en signifikant påverkan på de finansiella prognoserna. I ett Base scenario antas dock en konservativ ansats där gjorda estimat utgår från anläggningen i Vargön, vilket således lämnar utrymme för eventuell upprevidering framgent. För andra scenarion, se *Bull-* och *Bear scenario* på sida 14.

Omsättningsprognos

CirChems första återvinningsanläggning i Vargön är klar och togs i drift under år 2019. Bolaget har idag miljötillstånd för att hantera 2 500 ton lösningsmedel per år och är därmed den enda anläggningen i Sverige som idag kan återvinna lösningsmedel med hjälp av destillation i industriell skala. Ansökan för ett utökat miljötillstånd lämnades in under början av Q2-21 och planeras resultera i tillstånd för 20 000 ton med start år 2022, förutsatt att ansökan godkänns. Framgent är ett av CirChems delmål att nå en teknisk kapacitet för hantering av 25 000 årston lösningsmedel i anläggningen i Vargön, där målet är att dessa 25 000 årston skall leverera en omsättning om 250 MSEK med en EBITDA-marginal på initialt 15 %.

Anläggning: Vargön	
Tillåtet kapacitet att hantera idag:	2 500 ton/år
Målsättning år 2021/2022:	20 000 ton/år
Långsiktig målsättning:	25 000 ton/år

För att härleda intäktsprognoserna i ett Base scenario görs antaganden om vilka volymer som kan uppnås i anläggningen i Vargön över tid, samt vilka prisnivåer som kan gälla vid försäljning av renat lösningsmedel. Det är viktigt att understryka att prissättningen varierar beroende på vilket typ av lösningsmedel det avser samt av både inre och yttre omständigheter. Exempel på yttre omständigheter är hur Covid-19-pandemin resulterat i att vissa lösningsmedel har ökat i pris, såsom etanol och isopropanol som används i handsprittillverkning. Det finns dessutom andra globala makrofaktorer som påverkar priset på lösningsmedel, t.ex. oljepriset, vilket därmed också påverkar den potentiella lönsamheten för vissa lösningsmedel. I Analyst Groups estimat görs ett antagande om en konstant prissättning, vilken härleds med förankring till CirChems finansiella målsättning om att 25 000 årston ska leverera en omsättning om 250 MSEK, samt det beräkningsexempel som framgår på sida 6 i denna analys.

Antagna prissättningsnivåer som slutkund till CirChem möter:	
Spotpris för inköp av lösningsmedel, genomsnitt (Euro)	1,0 Euro/kg
Spotpris för lösningsmedel, genomsnitt (SEK)	10,1 SEK/kg
Förbränningskostnad och miljöavgift (Euro)	0,5 Euro/kg
Förbränningskostnad och miljöavgift (SEK)	5,1 SEK/kg
Genomsnittlig växelkurs EUR/SEK 10,10.	

CirChems försäljningspris till slutkund utifrån antagna prissättningsnivåer:	
CirChem försäljningspris lösningsmedel (Euro)	1,0 Euro/kg
CirChem försäljningspris lösningsmedel (SEK)	10,1 SEK/kg

Givet att pågående tillståndsansökan om att hantera större volym på anläggningen i Vargön godkänns, är därefter CirChems tillväxt beroende av utvecklingen av befintliga kundavtal såväl som etablering av nya, där slutkunderna utgörs av stora industri-, kemi- och läkemedelsbolag. I ett Base scenario antas tillståndet om 20 000 ton/år godkännas under år 2022, och att CirChem därmed får utrymme att kunna börja skala upp volymerna. CirChem har idag pilotavtal och analysprojekt med kunder i olika branscher. Vidare har man etablerat ramavtal för återvinning samt försäljning av lösningsmedel för avrop till spotmarknadspris. Genomförda pilotavtal har dessutom potential att skala upp till större avtal med återkommande volymer under 2022. Dessa avtal kan ses som ett *Proof of Concept* i den bemärkelsen att CirChem redan har lyckats att knyta till sig en kundbas. Under augusti 2021 tecknades även ett treårigt avtal med Stena Recycling, vilket vi menar sänder en stark signal till marknaden om värdet i CirChems erbjudande och lösning. För att nuvarande affärsstrategi ska lyckas är det avgörande att CirChem är fortsatt framgångsrika i sitt arbete med att knyta till fler kunder för att volymerna ska kunna stiga från år 2022 och framåt.

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

25 000
 TON/ÅR
 SKA GE:

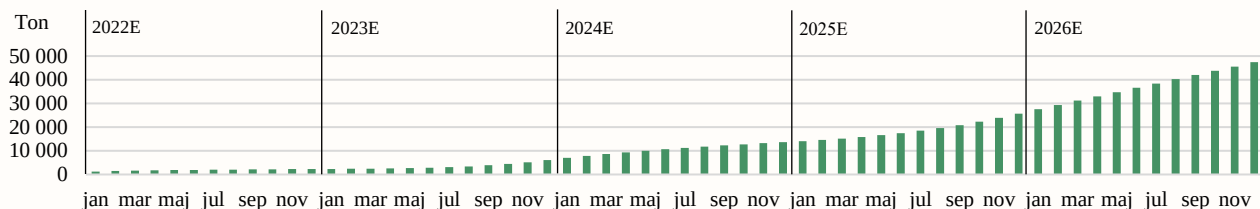
 ~250 MSEK
 OMSÄTTNING...

 ...MED EN
 EBITDA-
 MARGINAL
 OM ~15 %

FINANSIELL PROGNOSE

Gjorda antaganden resulterar i en årsvolym om närmare 21 700 ton år 2026, vilket därmed är 87 % av målsättningen om 25 000 ton.

Försäljningsvolym (ackumulerad), ton



Återvunnen och levererad mängd lösningsmedel	Per år	Förändring Y/Y	Ackumulerade volym	Förändring Y/Y
2022E	1 228 ton	22%	1 228 ton	n.a
2023E	3 832 ton	212%	5 059 ton	312%
2024E	7 505 ton	96%	12 564 ton	148%
2025E	12 119 ton	61%	24 683 ton	96%
2026E	21 703 ton	79%	46 386 ton	88%

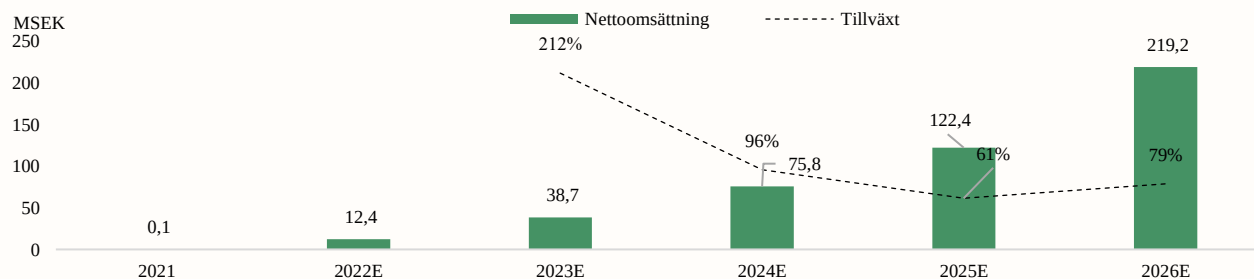
Analyst Groups prognos

Utifrån gjorda antaganden utgår Analyst Groups finansiella modell från en genomsnittlig linjär utveckling. I praktiken är det dock viktigt att notera att volymer är beroende av hur avtal är utformade, kundens efterfrågan, krav kring anpassning av anläggning m.m.

Utifrån det försäljningspris som om 10,1 SEK/kg som implementerats i modellen, samt estimerad volym under åren 2022-2026, genererar det följande omsättningsprognos.

Givet att CirChem kan attrahera kunder och öka mängden volym, ger affärsmodellen utrymme för en hög tillväxt.

Estimerad nettoomsättning från anläggningen i Vargön, Base scenario.



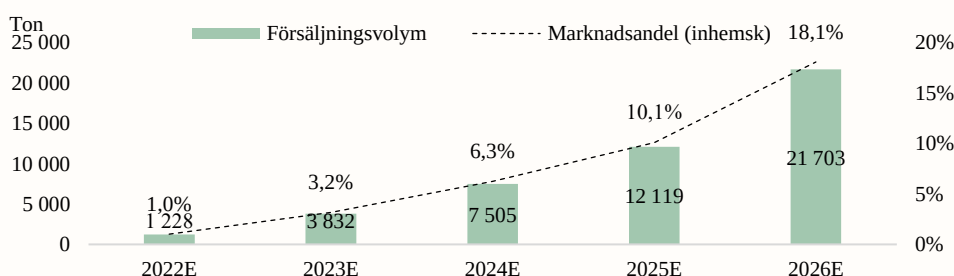
Analyst Groups prognos

Kontroll av omsättningsprognos – marknadsandel för CirChem baserat på gjorda estimat

I Sverige används mer än 1,2 miljoner ton lösningsmedel årligen enligt CirChems bedömning, där Bolaget uppskattar att ca 10 % (120 000 ton) är adresserbara för återvinning med den tekniska lösning som CirChem utvecklat. Gjorda prognoser innebär att CirChem under år 2026 levererar ca 21 700 ton av renat lösningsmedel, vilket med enbart den svenska marknaden som utgångspunkt, skulle motsvara en marknadsandel om 18,1 %. Det ska då tilläggas att CirChem även kan komma att nå andra marknader inom t.ex. resten av Norden.

Gjorda antaganden resulterar i en marknadsandel omkring 18 % år 2026 i Sverige, mätt i antal sålda ton återvunnet lösningsmedel.

Försäljningsvolym och marknadsandel i Sverige 2022-2026, Base scenario.



Analyst Groups prognos

Vid en första anblick kan ~18 % marknadsandel år 2026 verka högt, men det ska då nämnas att CirChem har den enda anläggningen i Sverige idag som kan återvinna lösningsmedel med hjälp av destillation i industriell skala. Detta skapar förutsättningar för att nå en hög inhemsk marknadsandel.

FINANSIELL PROGNOSE

25 %
BRUTTO-
MARGINAL
ANTAS I
MODELLEN

Bruttokostnader

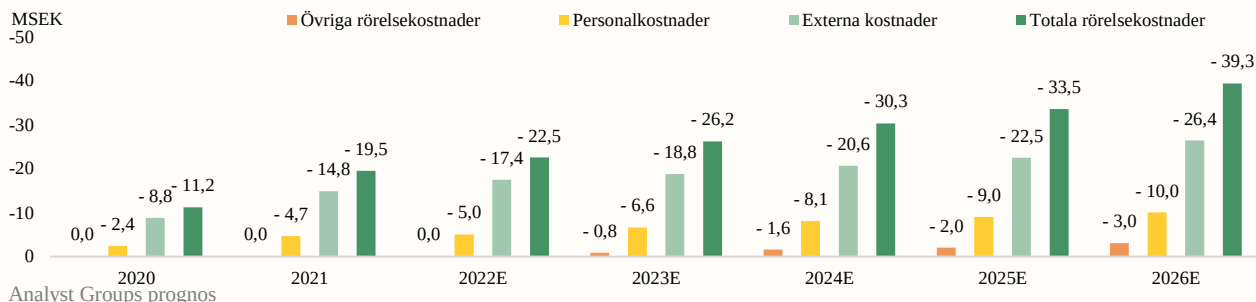
CirChems affärsmodell utgår från att inhämta kontaminerade lösningsmedel och återvinna det genom att avlägsna kontaminerade kemikalier, vilket ger upphov till en form av "tillverkningskostnad" för Bolaget. Precis som med prissättningen beror kostnaden för återvinning på många faktorer, inklusive typen av lösningsmedel. I Analyst Groups prognoser antas en kostnadsnivå som rimligen kan matcha den applicerade prissättningsnivån över tid, där en kostnadsnivå om -7,6 SEK/kg antas. Utifrån försäljningspriset om 10,1 SEK/kg ger det en bruttovinst om 2,5 SEK/kg, motsvarande en bruttomarginal om ca 25 %.

Rörelsekostnader

CirChem ska bli en erkänd och etablerad aktör för omhändertagande, rening och leverans av återvunna lösningsmedel. Det kräver avtal och samarbeten med olika aktörer i värdekedjan, t.ex. distributörer, transportföretag och energibolag vilket ger upphov till direkta verksamhetskostnader. Slut användarna är i form av kemi-, industri- och läkemedelsbolag, vilket med tanke på dessa branscher relativa trögrörlighet kommer kräva att resurser investeras i olika marknadsinsatser för att driva på försäljningsarbetet, något som bl.a. emissionslikviden från Q1-22 ska användas till. För att parallellt öka inträdesbarriärerna mot konkurrenter blir det även viktigt att ha gynnsamma miljötillstånd på plats samt bygga en stark patent- och IP-plattform kring Bolagets teknik för destillation. Med hänsyn till CirChems adresserbara kundgrupp är det tänkbart att vissa anpassningar kommer behöva göras av CirChems anläggning, vilket kan ge upphov till både OPEX- och CAPEX-investeringar. Vidare, om än i låg takt vilket möjliggörs av Bolagets affärsmodell, förväntas CirChem behöva investera i mer personal allt eftersom organisationen växer. Dock, med tanke på att nya investeringar i organisationen, försäljningsarbete och marknadspositionering inte förväntas växa i takt med estimerad volym och omsättning, prognostiseras EBITDA-marginalen kunna stiga framöver.

Utöver bruttokostnaderna (COGS), estimeras CirChems externa rörelsekostnader stå för större delen av företagets kostnadsbas.

Rörelsekostnader åren 2021-2026, Base scenario.



Följande är en sammanfattning av gjorda prognoser som sträcker sig till år 2026. Den ökade försäljningsvolymen drivs av försäljning av återvunna lösningsmedel från anläggningen i Vargön. År 2024 estimeras CirChem uppvisa ett positivt EBITDA-resultat för helåret.

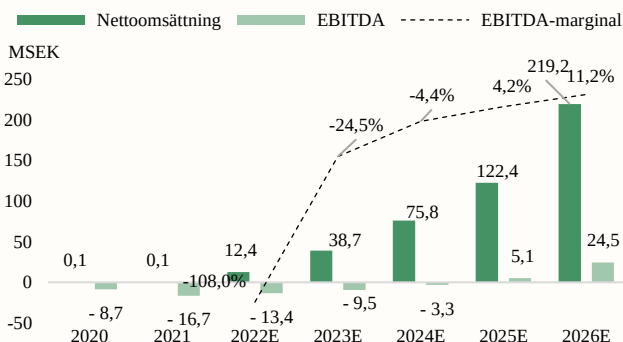
Följande är en sammanställning av Analyst Groups estimat för CirChem.

Finansiell prognos, Base scenario

Base scenario, MSEK	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	0,1	0,1	12,4	38,7	75,8	122,4	219,2
COGS	0,0	-0,2	-9,3	-29,0	-56,9	-91,8	-164,4
Bruttoresultat (adj.) ¹	2,5	2,7	9,1	16,7	27,0	38,6	63,8
Bruttomarginal (adj.) ²	n.a	n.a	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Externa kostnader	-8,8	-14,8	-17,4	-18,8	-20,6	-22,5	-26,4
Personalkostnader	-2,4	-4,7	-5,0	-6,6	-8,1	-9,0	-10,0
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	-0,8	-1,6	-2,0	-3,0
EBITDA ¹	-8,7	-16,7	-13,4	-9,5	-3,3	5,1	24,5
EBITDA-marginal ¹	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	4,2%	11,2%

Analyst Groups prognos

¹Inkl. aktiverat arbete och övriga intäkter.
²Exkl. aktiverat arbete och övriga intäkter.



VÄRDERING

Värdering: Base scenario

För att ge värderingen perspektiv görs dels en jämförelse med ett globalt urval av miljöteknikbolag verksamma inom marknaden för *Speciality Chemicals*, dels med det svenska Cleantech-bolaget *Cortus Energy*.



Hemsida: www.cortus.se

Cortus Energy grundades år 2006 och hade sin första kommersiella anläggning klar under år 2019 och under H1-20 producerade bolaget sin första förnybara energigas. Cortus har en patenterad förgasningsprocess för biomassa som bygger på termik, där en ren energigas med ett högt energivärde kan ersätta fossila bränslen och kemikalier med förnybara. Kunderna finns inom t.ex. stålindustrin, vilken inom Sverige står för ca 11 % av de totala koldioxidutsläppen. Genom att ersätta fossila bränslen som används inom industrin kan därmed klimatpåverkan minska. Även om det råder verksamhetsmässiga skillnader mellan Cortus Energy och CirChem, kan det argumenteras för att det finns likheter avseende strategi för tillväxt, nuvarande affärsläge, adresserbar marknadsstorlek och möjlighet att skala upp och bli en etablerad Cleantech-aktör. Cortus Energy är noterade på First North sedan år 2013 och värderas till ca 465 MSEK (2022-04-06), där tolv månader rullande intäkter uppgår till ca 1,1 MSEK.

Utifrån en sammanställning av globalt verksamma bolag med industriklassificering *Speciality Chemicals* kan ytterligare information ges avseende värderingsnivåer.

Ett urval av globala bolag verksamma inom *Speciality Chemicals* visar på värderingsnivåer omkring EV/EBITDA ~10 (medelvärde).

Urval av sektorbolag inom *Speciality Chemicals*.

Bolag	MCAP MSEK	EV MSEK	Omsättning 2019 MSEK	Bruttomarginal 2019	EBITDA 2019 MSEK	EV/S	P/S	EV/EBITDA
Albemarle Corp	117 616	146 120	72 418	35,1 %	9 982	5,2x	2,2x	14,6x
Croda International PLC	90 590	97 303	83 752	37,2 %	4 808	6,4x	6,0x	20,2x
Clariant AG	56 607	71 665	41 870	31,3 %	7 120	1,8x	1,4x	10,1x
Ashland Global	41 681	55 524	22 002	30,4 %	4 474	2,7x	2,1x	12,4x
Chemours Co	32 594	63 226	47 134	19,2 %	9 552	1,4x	0,8x	6,6x
Cabot Corp	20 337	31 911	31 080	20,8 %	5 039	1,3x	0,9x	6,3x
Kemira OYJ	18 050	24 199	28 143	15,4 %	4 331	1,0x	0,7x	5,6x
Elementis PLC	7 216	11 806	8 262	36,8 %	1 643	1,6x	1,0x	7,2x
Sakai Chemical Industry	2 879	4 018	7 683	20,8 %	679	0,6x	0,4x	5,9x
Medel	43 063	56 197	38 038	27,4 %	5 292	2,4x	1,7x	9,9x
Median	32 594	55 524	31 080	30,4 %	4 808	1,6x	1,0x	7,2x

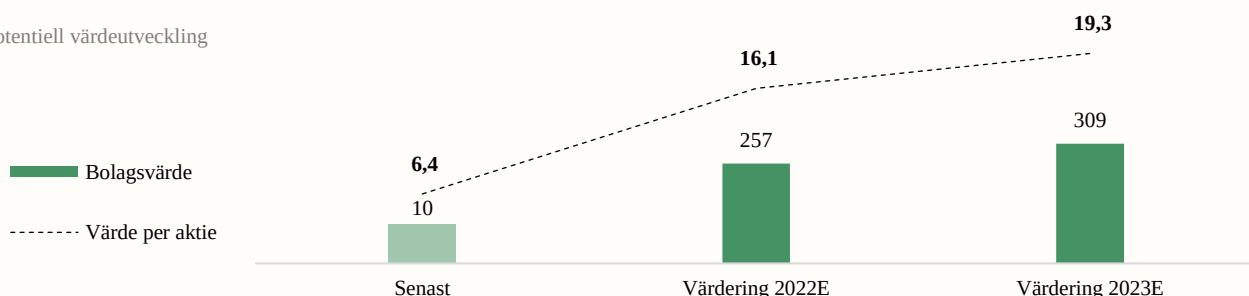
Källa: Bloomberg, 2020.

CirChems affärsmodell möjliggör goda rörelsemarginaler vid stigande volymer, varför värderingen utgår från EBITDA-resultatet. Med tanke på att ovan sektorgrupp består av bolag i en mer mogen tillväxtfas, att jämföra med CirChem som befinner sig i startgroparna för en potentiell tillväxtresa, kan det argumenteras för att CirChem under de närmaste åren initialt ska handlas till en högre multipel, vilken dock kommer krympa i takt med att tillväxtkurvan jämnas ut. Givet en målmultipel om EV/EBITDA 14, applicerad på 2026 års EBITDA-resultat om ca 25 MSEK motsvarar ett bolagsvärde om ca 340 MSEK. Beroende på applicerad diskonteringsränta, vilket reflekterar den tidsrisk som finns av händelser som ligger flera år bort och som ännu ej inträffat, erhålls olika värderingsnivåer. Analyst Group tillämpar en genomsnittlig diskonteringsränta om 10 %, samt att det kan argumenteras för att år 2022 blir affärskritiskt i den bemärkelsen att dels ska miljötillstånd erhållas för större volym, dels behöver CirChem bevisa att de kan knyta till sig kundavtal med tillräcklig volym. Med dessa antaganden härleds ett nuvärde per aktie om 16,1 kr år 2022 i ett Base scenario.

16,1 KR
PER AKTIE I
ETT BASE
SCENARIO

Med tillämpad målmultipel motiveras ett värde om 16,1 kr per aktie i ett Base scenario år 2022.

Potentiell värdeutveckling



Analyst Groups prognos.

BULL & BEAR

Bull scenario

Följande är ett urval av potentiella värde drivare i ett Bull scenario:

- Efter att godkännande erhålls för att hantera en årsvolym om 20 000 ton i Vargön antas CirChem i ett Bull scenario snabbare kunna attrahera kunder och signera kontrakt som resulterar i högre volym relativt angivet Base scenario. Detta antas kunna ske genom dels att nuvarande pilotprojekt är framgångsrika, dels att CirChem med allt fler referensuppdrag underlättas arbetet för att knyta till sig nya kunder.
- CirChem har ett uttalat mål att, utöver uppskalningen av anläggningen i Vargön, expandera med ytterligare tre anläggningar kommande åren. I ett Bull scenario antas Bolaget vara framgångsrika där vi i våra modeller, tills år 2026, antar totalt tre etablerade anläggningar inom Norden (inkl. Vargön).
- Med en snabbare expansionstakt bör det utifrån det redan fördelaktiga utgångsläget idag, resultera i ännu högre inträdesbarriärer mot tänkbara konkurrenter under de närmaste åren. Om CirChem kan etablera en stark branschposition och påvisa goda chanser till större marknadsandel, bör det ge en positiv effekt i bolagsvärderingen redan innan en faktisk ekonomisk effekt kan ses i kassaflödena.

I ett Bull scenario motiveras en högre värdering och givet gjorda prognoser, en målmultipel om EV/EBITDA 14 på 2026 års rörelseresultat, en riskjuterad diskonteringsränta om 10 %, motiveras ett nuvärde per aktie om 22,8 kr i ett Bull scenario år 2022, där framtida expansion med fler anläggningar är den största drivaren i scenarion.

Bear scenario

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

- Utöver att erhålla gynnsamma miljötillstånd är det avgörande att CirChem är framgångsrika i att vinna tillräckligt med kundavtal för att volymerna ska kunna stiga. Affärsmodellen förväntas ge bra lönsamhet vid god efterfrågan vilket möjliggör en hög ROI och kort återbetalningstid, men om volymerna uteblir eller inte är tillräckliga, är risken stor för att återkommande kapitalinjektioner blir nödvändiga för att täcka Bolagets *burn rate* och utöka tidsramen för att försöka växa kundbasen och efterfrågan.
- Ett Bear scenario kan tänkas bestå av att efterfrågan av CirChems återvinningsteknik stiger långsammare än väntat, vilket gör att ytterligare anläggningar under prognosperioden inte blir aktuellt utan fullt fokus måste riktas mot Vargön.
- En lägre volym än väntat i kommer belasta rörelsekapitalet och ytterligare finansiering via t.ex. företrädesemission, riktade emissioner och/eller lån kan inte uteslutas. Vid en trögare utveckling kan värderingen av aktien komma att pressas, vilket kan resultera i en högre utspädning vid eventuell aktiekapitalanskaffning.

I ett Bear scenario motiveras en lägre värdering av aktien och givet gjorda prognoser och EV/EBITDA-värdering utifrån tidigare nämnd metodologi, motiveras ett nuvärde per aktie om 4,8 kr i ett Bear scenario år 2022.

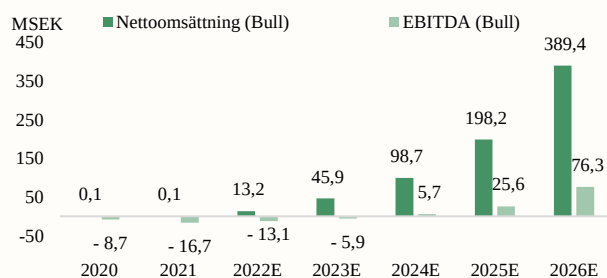
3 ST.
ANLÄGGNINGAR
I ETT
BULL
SCENARIO

22,8 KR
PER AKTIE I
ETT BULL
SCENARIO

4,8 KR
PER AKTIE I
ETT BEAR
SCENARIO

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

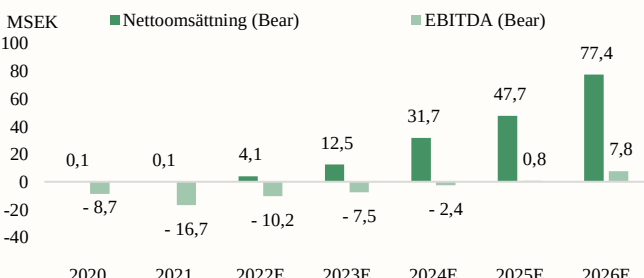
Prognos Bull scenario, åren 2022-2026



Analyst Groups prognos

I ett Bear scenario utvecklas verksamheten trögare, med fullt fokus på enbart Vargön.

Prognos Bear scenario, åren 2022-2026



Analyst Groups prognos

LEDNING & STYRELSE

Källa innehav: Bolagets hemsida



Christina Hillforth, VD

Utbildning, övriga uppdrag och erfarenhet: Civilingenjör i kemiteknik vid Kungliga Tekniska Högskolan och Executive Master of Business Administration (MBA) vid Uppsala universitet. Styrelseledamot och VD i Hillforth Development AB. Förtroendeuppdrag i Vindin group. Tidigare VD i KemaNord Kraft Aktiebolag och förtroendeuppdrag i Fu-Gen group samt SoliVind El Ekonomisk förening. Christina äger 375 367 aktier privat eller genom närstående bolag samt närstående personer. *Christina äger 357 367 aktier i Bolaget, privat och via bolag.*



Magnus Gink, Affärsutvecklingschef och in-house Legal Counsel

Utbildning, övriga uppdrag och erfarenhet: Jur.kand. vid Uppsala universitet samt Master of Business Administration (MBA) vid Copenhagen Business School. Styrelseledamot i Elastic AB, MGBT Holding AB samt Green Seedtech AB. Styrelsesuppleant i MedTalent AB. VD och Senior Rådgivare Nordic Healthcare Group Sweden AB. Tidigare arbete vid Ernst & Young, Philips Healthcare och PwC samt styrelseledamot i CirChem AB, Designed Chemistry AB och Green Containers 1999 AB. *Magnus äger 575 379 aktier i Bolaget via bolag.*



Thomas Pålsson, CFO

Utbildning, övriga uppdrag och erfarenhet: Civilekonom och Master of Business Administration (MBA) vid Handelshögskolan i Göteborg. CFO-konsult för Monivent AB och Stayble Therapeutics AB. Tidigare Integrum AB och Axxid AB. *Thomas äger 13 263 aktier privat eller genom närstående bolag samt närstående personer.*



William Söraa, Försäljningschef

Utbildning och erfarenhet: BA i Business Management vid Westminster Business School i London. Styrelseledamot och internationell försäljning i Designed Chemistry AB. VD och Business Controller i Saratov Holding AB. Business Controller, Agro Progressia AB. Medgrundare Glue Play (Trustly). *William äger 3 000 aktier i Bolaget.*

LEDNING & STYRELSE

Källa innehav: Bolagets hemsida



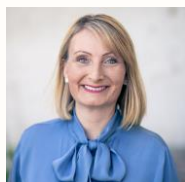
Mats Persson, Styrelseordförande

Utbildning och erfarenhet: Civilingenjör vid Lunds Tekniska Högskola samt Executive Master of Business Administration (MBA) och styrelseutbildning vid Lunds universitet. Övriga pågående uppdrag: Styrelseordförande i Nexam Performance Masterbatch Aktiebolag, Plasticolor Förvaltnings Aktiebolag, Nexam Chemical AB och Nexam Chemical Holding AB. Ägare och styrelseledamot i Hemmeslöv Consulting AB. Övriga uppdrag senaste fem åren: VD i Eton Systems AB. Ägare och styrelseordförande i Hemmeslöv Förvaltning AB. Styrelseordförande och VD i DIAB AB. Styrelseordförande i DIAB Sweden AB. COO i Diab International AB. *Mats äger 292 240 teckningsoptioner och 105 151 aktier i Bolaget.*



Patric Lindgren, Styrelseledamot

Utbildning och erfarenhet: Examen i ekonomi vid Stockholms universitet samt styrelseutbildning vid Handelshögskolan i Stockholm. CFO för olika divisioner inom Bring-koncernen med omsättning mellan 1 och 7 miljarder NOK. Projektledare, Nordiska Fondkommissionen Corporate Finance och Deloitte Corporate Finance. Övriga pågående uppdrag: Styrelseledamot i Integrum AB och Nybroviken Development AB. Övriga uppdrag senaste fem åren: Styrelsesuppleant i Mereo Small Cap AB. *Patric äger 209 023 aktier i Bolaget.*



Jenny Lindblad, Styrelseledamot

Utbildning och erfarenhet: Industriell ekonomi vid Linköpings universitet samt styrelseutbildning vid StyrelseAkademin i Stockholm. Över 15 års erfarenhet av affärsutveckling och kommunikation bl.a från Ericsson. Driver eget bolag inom kommunikation sedan 2014. Övriga pågående uppdrag: Ägare, styrelseledamot och verkställande direktör i ELIZA Communication AB och LEVLAIO AB. Övriga uppdrag senaste fem åren: Inga. *Jenny äger 16 000 aktier i Bolaget.*



Jonas Stålhandske, Styrelseledamot

Utbildning och erfarenhet: MSc i maskinteknik, VD- och styrelseuppdrag i snabbväxande bolag sedan 2007. Övriga pågående uppdrag: VD Biofrigas Sweden AB (publ.), styrelseledamot i Lundstams Återvinning AB, styrelsesuppleant Growing Leaders AB. Övriga uppdrag senaste fem åren: VD Aluwave AB. Styrelseledamot Plejd AB. Styrelseordförande och ledamot i Improve Tec Hönö AB. *Jonas äger 1 624 aktier i Bolaget.*



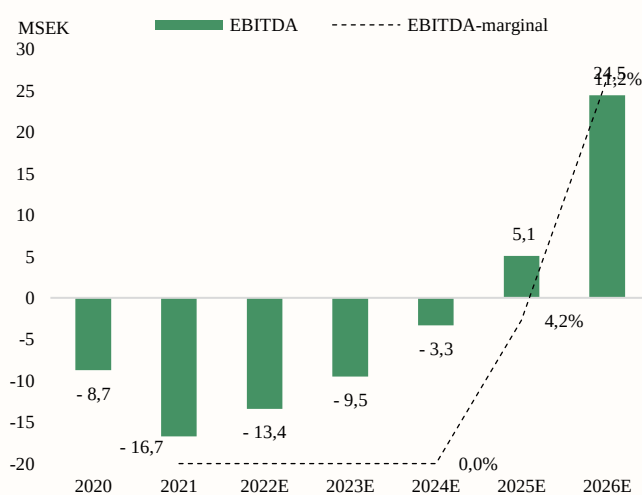
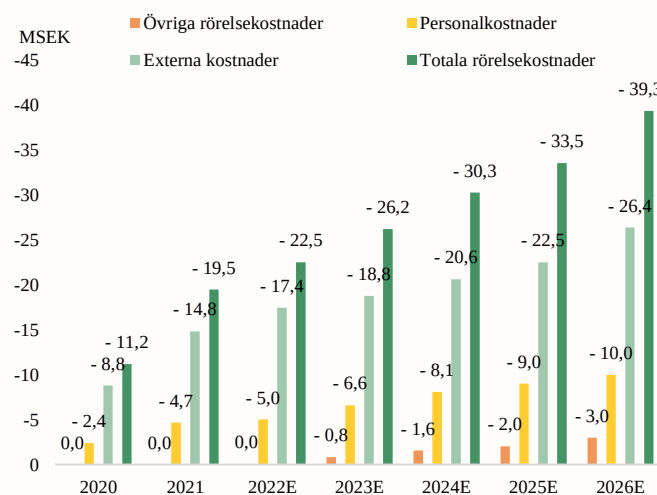
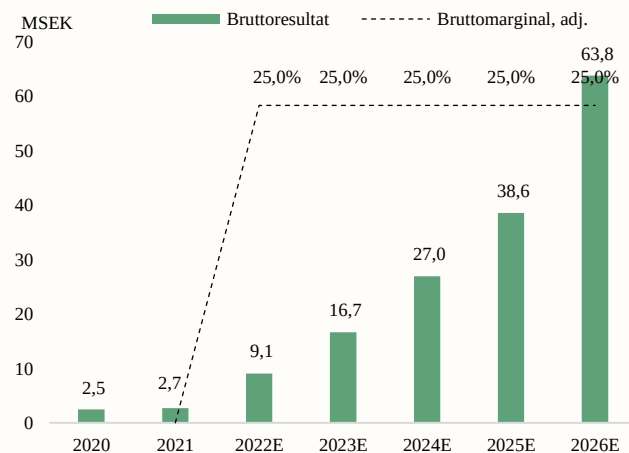
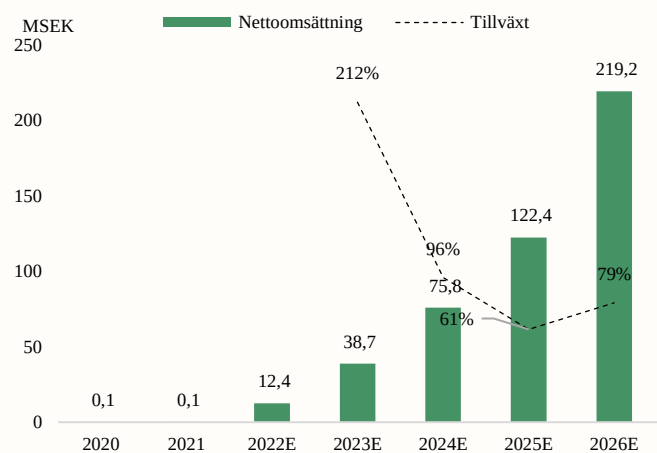
Åse Bye, Styrelseledamot

Utbildning och erfarenhet: Diplomerad marknadsekonom DIHM Göteborg, biokemi och medicinsk kemi, Laborantskolan Göteborgs Universitet. Kommersiell coach i Connect Väst och IVA/Mentor4Research. Försäljningsansvar i PowerCell Sweden AB. Mångårig erfarenhet av entreprenörsbolag och startup, teknisk försäljning, näringslivsverksamhet i offentlig sektor, kommersialisering av offentlig verksamhet. Övriga pågående uppdrag: Styrelseledamot Ung Företagsamhet, Göteborgsregionen. Övriga uppdrag senaste fem åren: Styrelseordförande Netwest AB. *Åse äger 1 711 aktier i Bolaget.*

APPENDIX

Base scenario, MSEK	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	0,0	0,1	0,1	12,4	38,7	75,8	122,4	219,2
Aktiverat arbete för egen räkning	0,0	2,1	2,7	5,0	6,0	7,0	7,0	8,0
Övriga rörelseintäkter	0,2	0,3	0,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Totala intäkter	0,2	2,5	2,9	18,4	45,7	83,8	130,4	228,2
COGS	0,0	0,0	-0,2	-9,3	-29,0	-56,9	-91,8	-164,4
Bruttoresultat	0,2	2,5	2,7	9,1	16,7	27,0	38,6	63,8
Bruttomarginal, adj.	n.a	n.a	n.a	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Externa kostnader	-1,8	-8,8	-14,8	-17,4	-18,8	-20,6	-22,5	-26,4
Personalkostnader	-0,2	-2,4	-4,7	-5,0	-6,6	-8,1	-9,0	-10,0
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,8	-1,6	-2,0	-3,0
EBITDA	-1,8	-8,7	-16,7	-13,4	-9,5	-3,3	5,1	24,5
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	4,2%	11,2%

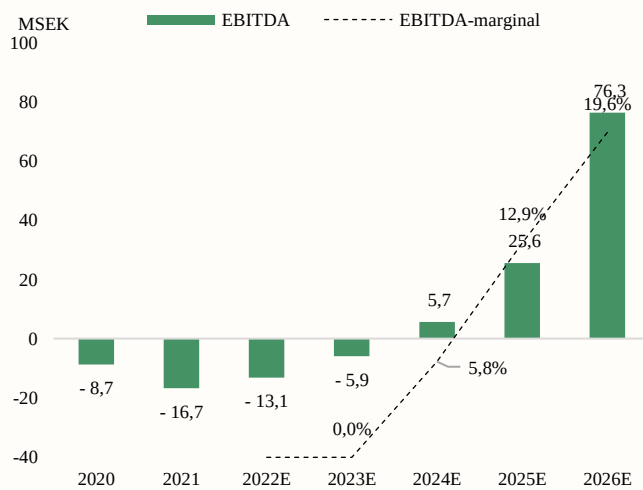
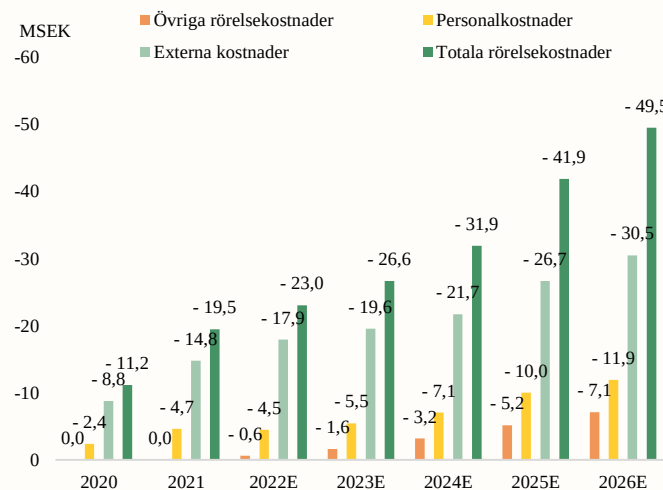
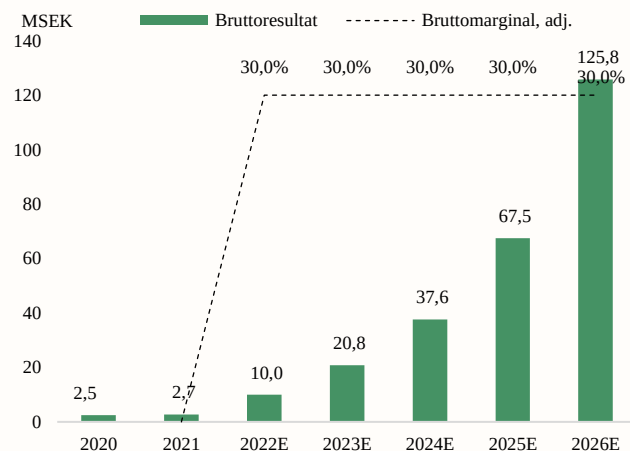
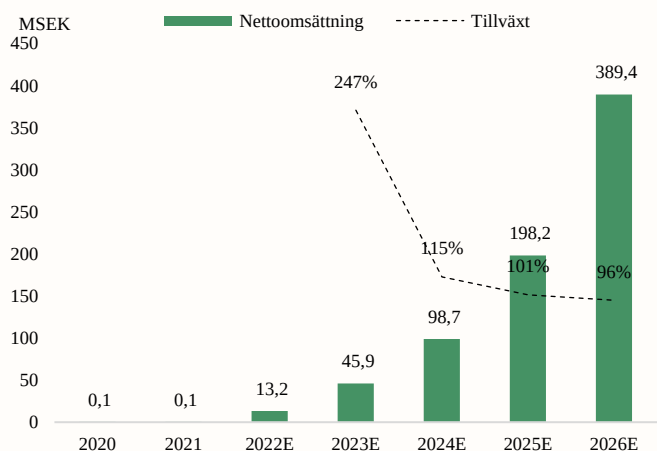
Base scenario, Nyckeltal	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
P/S	N/M	N/M	N/M	8,3	2,6	1,3	0,8	0,5
EV/S	N/M	N/M	N/M	17,4	14,5	12,5	12,5	10,9
EV/EBITDA	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	17,2	3,6



APPENDIX

Bull scenario, MSEK	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	0,0	0,1	0,1	13,2	45,9	98,7	198,2	389,4
Aktiverat arbete för egen räkning	0,0	2,1	2,7	5,0	6,0	7,0	7,0	8,0
Övriga rörelseintäkter	0,2	0,3	0,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Totala intäkter	0,2	2,5	2,9	19,2	52,9	106,7	206,2	398,4
COGS	0,0	0,0	-0,2	-9,3	-32,1	-69,1	-138,7	-272,6
Bruttoresultat	0,2	2,5	2,7	10,0	20,8	37,6	67,5	125,8
Bruttomarginal, adj.	n.a	n.a	n.a	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Externa kostnader	-1,8	-8,8	-14,8	-17,9	-19,6	-21,7	-26,7	-30,5
Personalkostnader	-0,2	-2,4	-4,7	-4,5	-5,5	-7,1	-10,0	-11,9
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	-0,6	-1,6	-3,2	-5,2	-7,1
EBITDA	-1,8	-8,7	-16,7	-13,1	-5,9	5,7	25,6	76,3
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	5,8%	12,9%	19,6%

Bull scenario, Nyckeltal	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
P/S	N/M	N/M	N/M	7,7	2,2	1,0	0,5	0,3
EV/S	N/M	N/M	N/M	6,6	1,9	0,9	0,4	0,2
EV/EBITDA	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	15,3	3,4	1,1



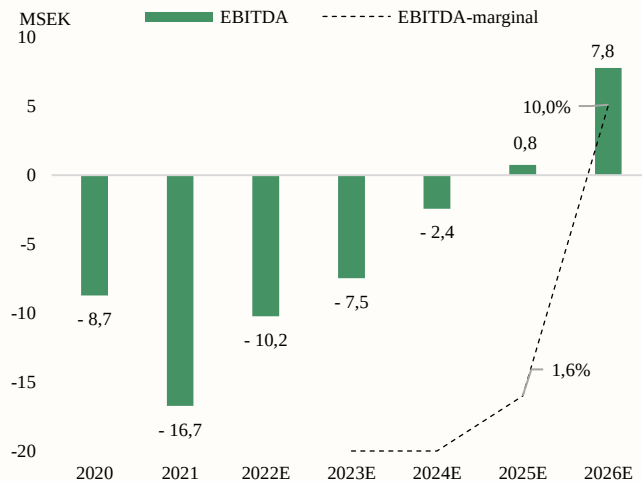
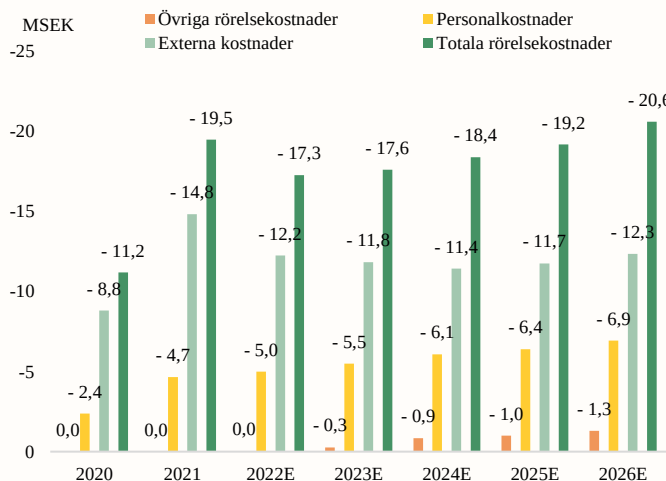
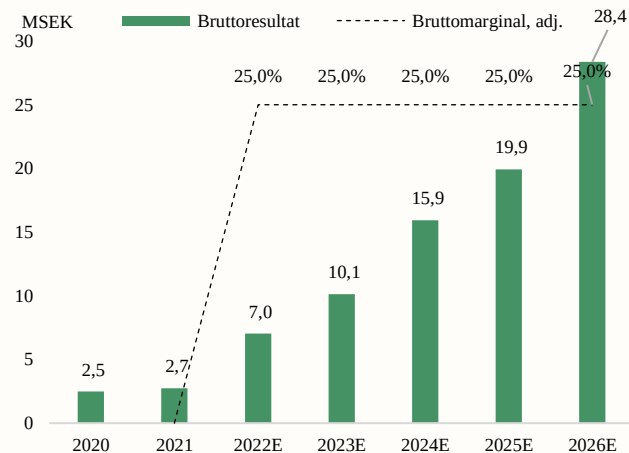
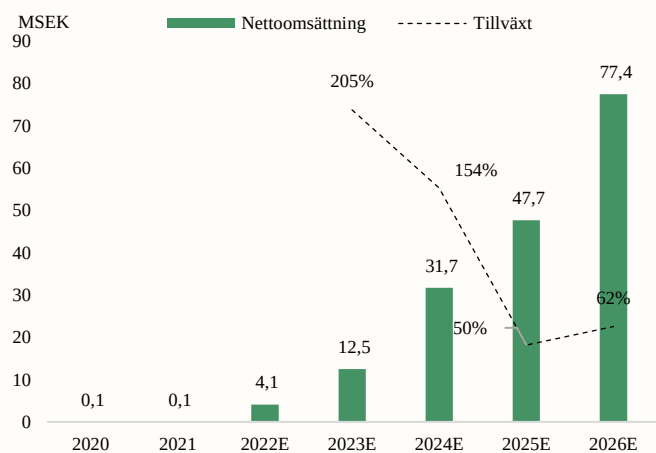
APPENDIX

Bear scenario, MSEK	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	0,0	0,1	0,1	4,1	12,5	31,7	47,7	77,4
Aktiverat arbete för egen räkning	0,0	2,1	2,7	5,0	6,0	7,0	7,0	8,0
Övriga rörelseintäkter	0,2	0,3	0,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Totala intäkter	0,2	2,5	2,9	10,1	19,5	39,7	55,7	86,4

COGS	0,0	0,0	-0,2	-3,1	-9,4	-23,8	-35,7	-58,1
Bruttoresultat	0,2	2,5	2,7	7,0	10,1	15,9	19,9	28,4
Bruttomarginal, adj.	n.a	n.a	n.a	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%

Externa kostnader	-1,8	-8,8	-14,8	-12,2	-11,8	-11,4	-11,7	-12,3
Personalkostnader	-0,2	-2,4	-4,7	-5,0	-5,5	-6,1	-6,4	-6,9
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,9	-1,0	-1,3
EBITDA	-1,8	-8,7	-16,7	-10,2	-7,5	-2,4	0,8	7,8
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1,6%	10,0%

Bear scenario, Nyckeltal	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
P/S	N/M	N/M	N/M	25,0	8,2	3,2	2,1	1,3
EV/S	N/M	N/M	N/M	21,3	7,0	2,8	1,8	1,1
EV/EBITDA	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	114,6	11,2



DISCLAIMER

Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument eller annan information härrörande AG Equity Research AB (vidare AG) är framställt i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analyserna är baserade på källor och uppgifter samt utlåtanden från personer som AG bedömer tillförlitliga. AG kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Alla estimat i analyserna är subjektiva bedömningar, vilka alltid innehåller viss osäkerhet och bör användas varsamt. AG kan därmed aldrig garantera att prognoser och/eller estimat uppfylls. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från AG eller personer med koppling till AG, alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och information härrörande AG är avsett att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut. Investerare uppmanas att komplettera med ytterligare material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. AG frånsäger sig allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av material härrörande AG.

Intressekonflikter och opartiskhet

För att säkerställa Analyst Groups oberoende har Analyst Group inrättat interna regler för analytiker, utöver detta så har alla analytiker undertecknat avtal i vilket de är skyldiga att redovisa alla eventuella intressekonflikter.

Dessa har utformats för att säkerställa att *KOMMISSIONENS DELEGERADE FÖRORDNING (EU) 2016/958 av den 9 mars 2016 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 vad gäller tekniska standarder för tillsyn för de tekniska villkoren för en objektiv presentation av investeringsrekommendationer eller annan information som rekommenderar eller föreslår en investeringsstrategi och för uppgivande av särskilda intressen och intressekonflikter efterlevs.*

För fullständiga regler för våra analytiker se: <https://www.analystgroup.se/interna-regler-ansvarsbegransning/>

Bull and Bear- Rekommendationer

Rekommendationerna i form av bull alternativt bear syftar till att förmedla en övergripande bild av Analyst Groups åsikt. Rekommendationerna är utarbetade genom noggranna processer bestående av kvalitativ research och övervägning samt diskussion med andra kvalificerade analytiker.

Definition Bull: Bull är en metafor för en positivt inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en positiv framtidsutveckling för bolaget

Definition Bear: Bear är en metafor för en pessimistisk inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en negativ framtidsutveckling för bolaget.

Övrigt

Denna analys är en så kallad uppdragsanalys. Detta innebär att Analyst Group har mottagit betalning för att göra analysen. Uppdragsgivare **CirChem AB** (vidare Bolaget) har inte haft någon möjlighet att påverka de delar där Analyst Group har haft åsikter om Bolaget, framtida värdering eller annat som skulle kunna tänkas utgöra en subjektiv bedömning. De delar som Bolaget har kunnat påverka är de delar som är rent faktamässiga och objektiva.

Analytiker äger inte aktier i bolaget.

Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2022). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.



Org.nr: 556999-0939 | Mail: info@analystgroup.se
Riddargatan 12B, 114 35, Stockholm