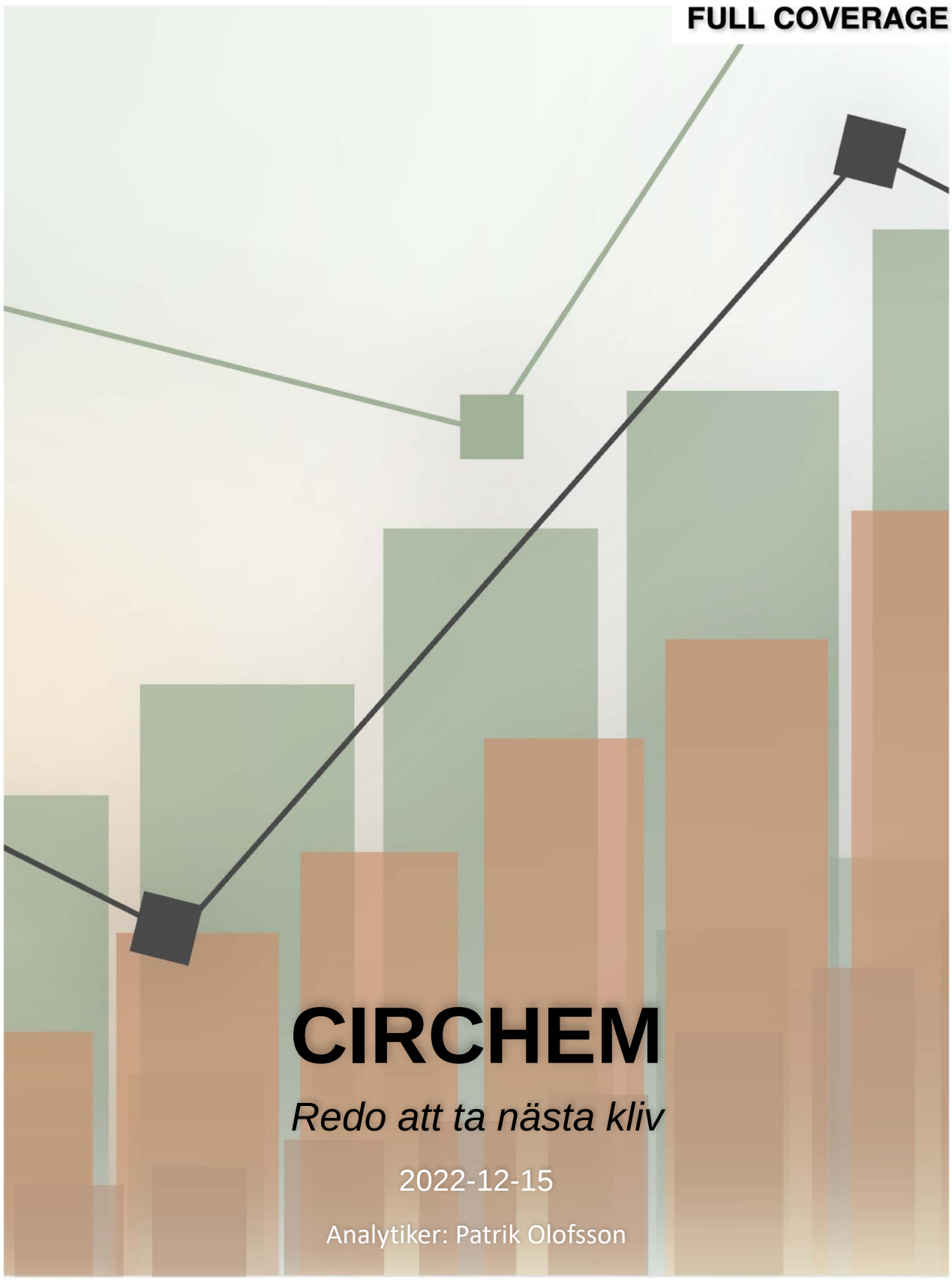


AKTIEANALYS

FULL COVERAGE



CIRCHEM

Redo att ta nästa kliv

2022-12-15

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 det enda företaget i Norden som i industriell skala erbjuder cirkulär återvinning av flera olika slags lösningsmedel genom bland annat destillationsteknologi. Bolaget gör det enkelt och lönsamt för industrin att minska sitt klimatavtryck. I CirChems anläggning i Vargön renar och förädlar Bolaget använt lösningsmedel, så att det går att använda på nytt. Återanvändning av lösningsmedel bidrar till både ökad resurseffektivitet och signifikant minskade koldioxidutsläpp. Dessutom är det ekonomiskt lönsamt för alla parter. Med hjälp av cirkulär kemi bidrar således CirChem till både industrin 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
Appendix	16-18
Disclaimer	19

VÄRDEDREVARE

7 av 10

CirChem har en etablerad anläggning på plats med tillstånd att hantera en volym om upp till 20 000 ton per år. Utifrån avtalet med Stena Recycling under november 2022, vilket innefattar rening av löpande insamlat lösningsmedel motsvarande en årsvolym om upp till 15 000 ton, kan Bolaget öka sitt fokus ytterligare mot att knyta till sig ännu fler kunder, samt potentiellt skala upp redan befintliga samarbetsavtal. Med en stigande volym möjliggörs en hög ROI per anläggning, med kort återbetalning och tvåsiffrig EBITDA-marginal.

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 OPEX-investeringar pressar likviditeten. Betyget är baserat på historik och är således inte framåtblickande.

LEDNING & STYRELSE

6 av 10

Under hösten 2022 har ledningsgruppen effektiviserats och består nu endast av VD, COO och CFO. Petra Sas som varit styrelseledamot i CirChem sedan en tid tillbaka har klivit in i rollen som interim VD, där vi ser att Petra har erfarenheter som lämpar sig väl nu när CirChem går in i en tillväxtfas. Andreas Wadstedt, som har axlat rollen som COO, har mångårig erfarenhet från kemibranschen och processindustrin. Han har tidigare dessutom varit platschef för CirChem, vilket ger honom helt rätt förutsättningar för att kunna optimera anläggningen framgent. För ett högre totalbetyg skulle vi dock velat se ett större insynsagande.

RISKPROFIL

4 av 10

För CirChem är det viktigt att kunna bygga ut och maximera kapaciteten i Vargön-anläggningen, såväl som att lyckas sälja volymer, för att nå lönsamhet. Detta beror på flera faktorer, t.ex. möjlighet att attrahera kunder inom branscher som kan kännetecknas ha långtgående processer, avtalens utformning, marknadspriser av lösningsmedel, volymer m.m. Detta är således en operativ risk att ta i beaktande. Med hänsyn till detta och nuvarande finansiella ställning går det inte att utesluta att Bolaget kan komma att vara i behov av ytterligare externt kapital innan *break even* kan nås.

Analyst Groups betygsättning utgår från fyra huvudparametrar där varje huvudparameter består av ett flertal underparametrar med individuell betygsättning, vilka summerar 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 högsta risk.

CIRCHEM AB (CIRCHE)

REDO ATT TA NÄSTA KLIV



Det femåriga avtalet med Stena Recycling innebär att CirChem täcker nära 80 % av den kapacitet som anläggningen i Vargön har tillstånd att hantera. Det är minst sagt ett kommersiellt genombrott och får anses tillhöra en av de största milstolparna i CirChems historia. Bolaget har under hösten även tecknat ett flertal kundavtal, en viktig pusselbit då det är vid försäljning av den återvunna produkten som CirChem erhåller huvuddelen av sina intäkter. Vad gäller Q3-rapporten uppvisade CirChem lägre rörelsekostnader än väntat, vilket vi såklart ser positivt på. Vi upplever att CirChem har ett bra momentum och utifrån gjorda estimat samt tillämpade värderingsantaganden i denna analys-uppdatering höjer vi vårt motiverade värde per aktie till 15,5 kr (10,1) på 2023 års prognos i ett Base scenario.

Genombrottsavtal med Stena Recycling

Avtalet med Stena Recycling innefattar rening av löpande insamling av lösningsmedel motsvarande en volym om upp till 15 000 ton per år, där CirChems intäkter genereras i samband med försäljning av det renade återvunna lösningsmedel till industrin. Avtalet säkerställer således att CirChem har tillgång till ”insatsvaran”, varpå det nu handlar om att maximera befintliga säljavtal.

Viktigt att optimera driften

Utöver försäljningsarbetet är det av stor vikt att CirChem är framgångsrika i sin drift av produktionsanläggningen. Det kan låta som en självklarhet, men är samtidigt något CirChem måste hantera väl. För att anläggningen ska kunna nå sin fulla potential krävs, utöver en full belägningsgrad, kompetenta driftoperatörer för att kunna optimera hanteringen av inkommande lösningsmedel. Om det görs på rätt sätt kommer det inte bara möjliggöra en högre output i termer av försäljningsvolym, utan också en högre marginal i rörelsen.

Kan närma sig lönsamhet i slutet av 2023

CirChem har genom det kommersiella avtalet tagit ett stort kliv, varför vi i denna analysuppdatering höjer vår försäljnings- och resultatprognos. Dessutom visade Q3-rapporten på relativt lägre rörelsekostnader och vi bedömer att utrymme finns för en fortsatt minskad kostnadsnivå framgent. Det, i kombination med en förväntan om stigande försäljning, gör att vi räknar med lönsamhet under slutet av år 2023 för CirChem.

Höjer värderingsintervallet

Då vi anser att CirChem, genom avtalet med Stena Recycling, har intagit en helt ny position vad gäller förväntad tillväxt och lönsamhet kommande kvartal, höjer vi det bolagsvärde som vi tidigare ansett varit motiverat i samtliga av våra tre scenarion Base-, Bull och Bear. Vårt aktuella värderingsintervall framgår i denna analys.

AKTIEKURS | 3,9 kr

VÄRDERINGSINTERVALL 2023 ÅRS PROGNOS

BEAR
3,5 kr

BASE
15,5 kr

BULL
20,8 kr

Diskonterad värdering (nuvärde) slutet av år 2023 baserat på 2026 års prognostiserade EBITDA-resultat som bas. Eventuell förändring i värdering antas ske stegvis, givet att gjorda antaganden infaller.

CIRCHEM	
Senast betalt (2022-12-14) (SEK)	3,9 ¹
Antal Aktier (st.)	17 191 286
Market Cap (MSEK)	67,0
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	4,7
Enterprise Value (MSEK) ¹	71,7
V.52 prisintervall (SEK)	1,0 – 18,4
Lista	Nasdaq First North Growth Market

UTVECKLING	
1 månad	+37,7 %
3 månader	+161,7 %
1 år	-63,3 %
YTD	-72,7 %

HUVUDÄGARE (2022-09-30)	
Nordnet Pensionsförsäkring AB	9,4 %
ALMI Invest Västsverige AB	9,0 %
Swedbank Försäkring AB	8,9 %
Johan Bergendahl	6,2 %
Avanza Pension	6,0 %

VD OCH ORDFÖRANDE	
Verkställande Direktör	Petra Sas (Interim VD)
Styrelseordförande	Mats Persson

FINANSIELL KALENDER	
Kvartalsrapport #4 2022	2023-03-02

PROGNOS (BASE), MSEK	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	0,1	0,4	60,6	121,2	161,6	188,9
Bruttoresultat (adj.) ²	2,7	4,2	22,2	41,9	56,5	65,7
Bruttomarginal (adj.) ³	n.a	n.a	25,0%	28,0%	30,0%	30,0%
Rörelsekostnader	-19,5	-21,2	-21,0	-23,4	-26,2	-28,1
EBITDA ²	-16,7	-17,0	1,2	18,5	30,2	37,5
EBITDA-marginal ²	Neg.	Neg.	1,9%	15,3%	18,7%	19,9%
P/S	N/M	N/M	1,1	0,6	0,4	0,4
EV/S	N/M	N/M	12,0	10,2	10,2	9,0
EV/EBITDA	Neg.	Neg.	61,6	3,9	2,4	1,9

¹Senast betalt 2022-02-14 kl 15:00.

²Inkl. aktiverat arbete och övriga intäkter.

³Exkl. aktiverat arbete och övriga intäkter.

INVESTERINGSIDÉ

FIRST
MOVER
ADVANTAGE

MILJÖ-
ASPEKTEN
GER
CIRCHEM
EN STOR
FÖRDEL

Swed Handling
CHEMICALS

TITAB PAC AB

Inträdesbarriär och inlåsnings 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 återvinningsteknik 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 tillstånd för en kapacitet om 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 är det enda företaget i Norden med en anläggning som kan destillera lösningsmedel för återvinning i industriell skala. Andra etablerade tekniker, såsom *indunstning*, kan inte separera lösningsmedel, vilket gör att CirChems teknik miljömässigt bedöms vara väsentligt 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 som *indunstning* dyrare än idag, bland annat genom skatter såsom koldioxidskatt och andra avgifter, vilket på sikt kommer att försämra dessa tekniska lösningars konkurrenskraft. 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. Även om vi ser det som sannolikt att detta kommer att ske i utökad grad inom de närmaste 1,5–2 åren, har CirChem en etablerad position idag, ett ständigt växande operativt *know how* och att Bolaget redan står på rätt sida av lagstiftningar samt regleringar, vilket förstärker möjligheten att utöka det redan befintliga försprånget.

Har ett flertal kundavtal på plats – och siktar på betydligt fler

Under maj 2022 tecknade CirChem ett treårigt avtal med Swed Handling, en av Sveriges ledande kemikaliedistributörer, om leverans av 100 ton återvunnen acetone per år, vilket innebär att Swed Handling köper in den återvunna acetonen från CirChem och säljer det vidare till industrikunder. Under augusti 2022 utökades samarbetet med Swed Handling genom ytterligare ett treårigt avtal om leveranser av 120 ton återvunnen acetone per år, av en ännu högre renhet än de tidigare avtalade volymerna. Under oktober tecknades även ett avtal med Titab Pac för leverans av 600 ton återvunnet rent lösningsmedel per år. Utöver själva utbyggnaden av anläggningens kapacitet är CirChems tillväxt beroende av utvecklingen av befintliga kundavtal, såväl som etablering av nya, där slutkunderna exempelvis kan utgöras av stora industri-, kemi- och läkemedelsbolag.

Prognos och värdering

I ett Base scenario estimeras försäljningen stiga till ca 61 MSEK år 2023 och därifrån till närmare 190 MSEK år 2026, med ett EBITDA-resultat om 38 MSEK. Utifrån en peer-analys, applicerad målmultiplikator om EV/EBITDA 10 och en riskjusterad diskonteringsränta, erhålls i ett Base scenario ett värde per aktie om 15,5 kr på 2023 års prognos. Vi räknar med att försäljningen kan stiga kraftigt under år 2023, vilket i kombination med relativt fasta rörelsekostnader, kan möjliggöra att CirChem når lönsamhet mot slutet av året.

Kundgruppen medför att tidsfaktorn blir avgörande

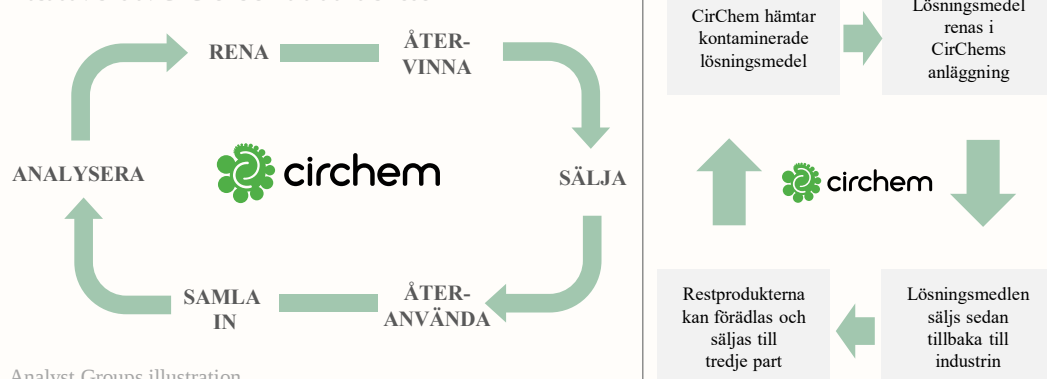
Tillräcklig volym och rätt produktmix är avgörande för att CirChem ska bli framgångsrika i sin expansion och Bolaget kommer att behöva investera resurser i att attrahera tillräckligt med kunder och etablera en stigande efterfrågan. Detta är nyckeln till om affärsmodellens fulla potential ska kunna blomma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

BOLAGSBESKRIVNING

CirChem är ett miljöteknikbolag 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 befintlig kund 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 bild av CirChems cirkulära affärsmodell



Analyst Groups illustration

MILSTOLPAR

- ☒ Påbörja byggnation av första anläggning
- ☒ Första färdigställd anläggning i Vargön
- ☒ Erhålla miljötillstånd
- ☒ Kommersiellt kontrakt om 15 000 årston
- ☐ Maximera Vargöns anläggningskapacitet
- ☐ Expandera med fler anläggningar

När industriföretag köper in lösningsmedel från leverantörer och använder det i sin produktion uppstår en restprodukt som inte förbrukas, vilken slutar upp som en kontaminerad blandning kallad *lösningsmedelsavfall*. Det kontaminerade lösningsmedlet förbränns vanligen – vilket företaget betalar en miljöavgift för. Totalpriset som industriföretaget betalar är således dels inköpet av själva lösningsmedlet, dels förbränningen av den restprodukt som uppstår. Det skapar således kostnader i två ändar. Istället för att företaget skulle bränna lösningsmedelsavfallet är CirChems affärsmodell att ta emot det kontaminerade lösningsmedlet och återvinna detta genom att avlägsna kontaminerande kemikalier. Det sker genom ett antal processer, däribland filtrering och destillering. CirChem får då en tekniskt ren produkt att sälja tillbaka till industriföretaget. Detta resulterar i en besparing för kunden, såväl som för miljön. Vad som även är intressant är att denna återvinningscykel är evig, vilket innebär att den kan upprepas ett oändligt antal gånger.

CirChems kortsiktiga finansiella mål är att kunna uppvisa positivt kassaflöde samt nå *break even* på den befintliga anläggningen i Vargön. På medellång sikt är målet att nå en kapacitet för hantering av minst 25 000 ton lösningsmedel per år. Rent finansiellt estimerar CirChem att en kapacitet om 25 000 ton/år, givet optimal mix av inflöden och full anläggningsoptimering, kan generera en omsättning om 250 MSEK med en EBITDA-marginal om 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 vad som kan anses vara trögrörliga branscher vad gäller beslutsprocesser, varpå CirChem kommer att behöva investera resurser, både ekonomiska såväl 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.

MARKNADSANALYS

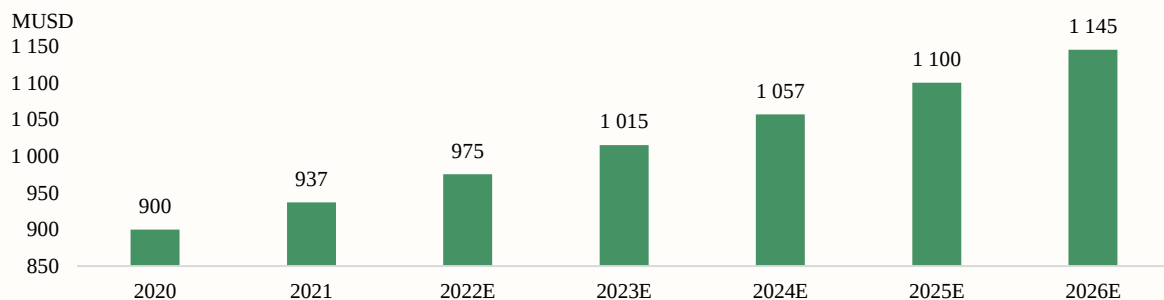
CirChem verkar inom marknaden för lösningsmedel, som främst används inom tillverkningsindustri, kemisk industri, livsmedelsindustri samt läkemedelsindustrin. Bara i Sverige nyttjas över 1,2 miljoner ton lösningsmedel varje år och CirChem bedömer att minst 10 % av dessa lösningsmedel är adresserbara för 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 ansevärd 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 67 MSEK (2022-12-14), hade således enbart en mindre andel av denna marknad inneburit ett betydande värde 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)

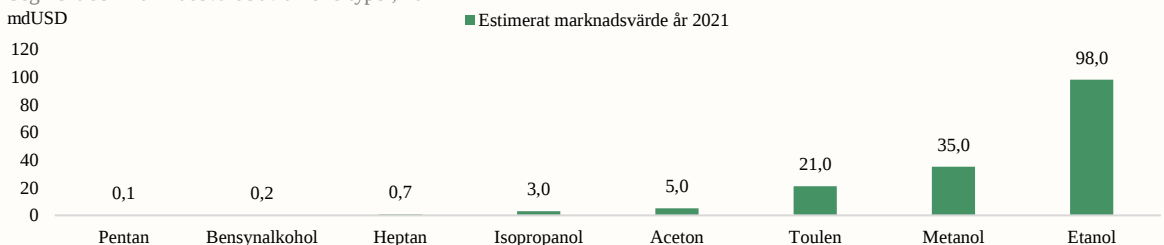


Källa: Markets and Markets – Solvent Recycling Market Size 2020, [...], Forecast 2020-2026

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 2021.

Etanol och Metanol estimeras ha en adresserbar marknadsstorlek om ca 98 mdUSD respektive 35 mdUSD.

Segment och marknadsvärde av alkoholtyper, 2021



Marknadssegment	Marknadsvärde år 2021	Relevans för CirChem
Pentan	0,1 mdUSD	Medelhög
Bensynalkohol	0,2 mdUSD	Medelhög
Heptan	0,7 mdUSD	Medelhög
Isopropanol	3,0 mdUSD	Hög
Aceton	5,0 mdUSD	Hög
Toulen	21,0 mdUSD	Låg till medelhög
Metanol	35,0 mdUSD	Medelhög
Etanol	98,0 mdUSD	Hög

Källa: uppskattade marknadsvärden utifrån Prospekt, 2022.

MARKNADSANALYS

Bransch med höga inträdesbarriärer och regulatorisk medvind

CirChem adresserar som nämnt 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 inläsningseffekt 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 industriell skala i Norden som erbjuder cirkulär återvinning av flera olika slags lösningsmedel, varför det kan sägas 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 tidigare uttalade tillväxtstrategi, *The European Green Deal* (Den europeiska gröna given), med syftet att uppnå klimatneutralitet till år 2050. 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. Detta blir minst sagt tydligt i FN:s IPCC-rapport där det bl.a. framgår att växthusgasutsläppen under 2010 till 2019 var de högsta någonsin för något årtionde under mänsklighetens historia. Utsläppen fortsätter att öka främst på grund av att världens energisystem baseras på fossila källor och utsläpp från förstörda ekosystem. Enligt en artikel från Världsnaturfonden (WWF) är budskapet kristallklart – läget är akut, gapet för att ligga i linje med 1,5 gradersmålet växer och utsläppen ökar globalt. Drastiska utsläppsminskningar krävs. Länder som Sverige behöver gå före och sätta konkreta utsläppsbudgetar. WWF kräver bl.a. en bindande utsläppsbudget som sätter en gräns för hur mycket växthusgaser Sverige får släppa ut.

Geopolitisk oro påvisar värdet i CirChems erbjudande

Efter att konflikten eskalerat i Ukraina under 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

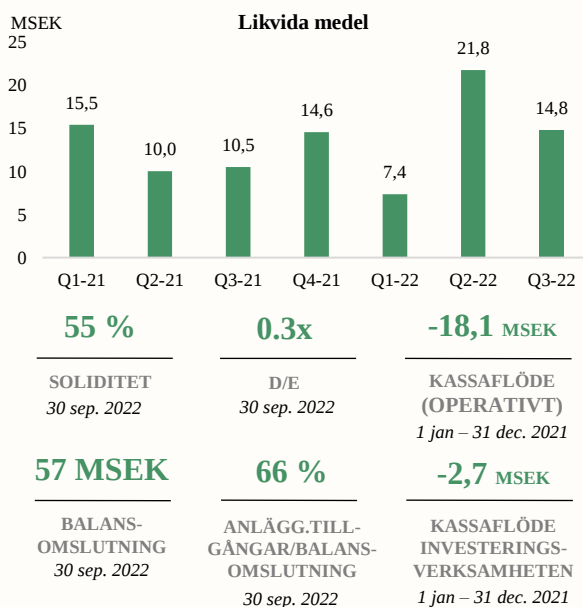
CirChem återvinner lösningsmedel och säljer renade sådana tillbaka till industrin i så kallade *closed loops*, eller cirkulära flöden. Kunderna kan vara stora industrier, kemi- och läkemedelsföretag, där säljcyklerna är långa, liksom kundrelationerna när väl avtal har etablerats. Teknikmässigt har CirChem kommit en lång bit på vägen med en redan etablerad anläggning i Vargön, dock har ännu inga större intäkter genererats, vilket Analyst Group estimerar blir en betydande faktor först under år 2023 och framåt. 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 2023 räknar vi med att försäljningsvolymerna kan öka.

Med gjorda CAPEX-investeringar har CirChem idag en färdigställd anläggning i Vargön, vilket estimeras börja generera ökade intäkter under år 2023 och framåt.

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

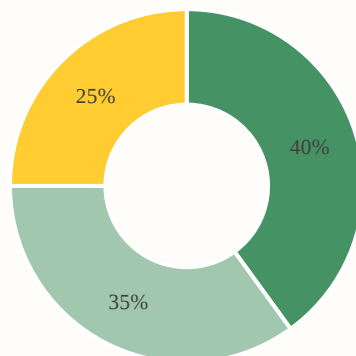
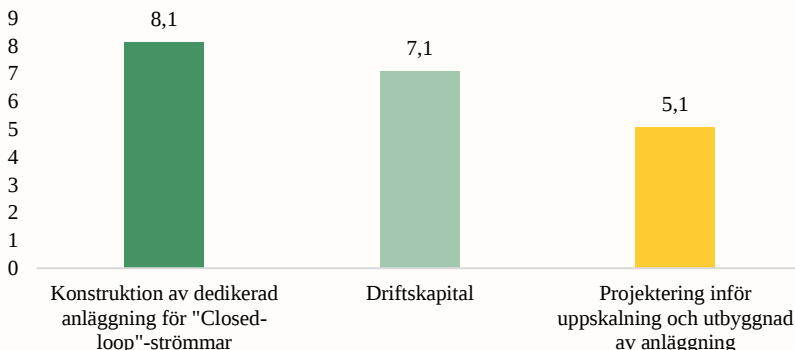


Under februari 2022 genomförde CirChem en företrädesemission, varpå Bolaget tillfördes en nettolikvid om ca 20,3 MSEK. Nedan cirkel- och stapeldiagram illustrerar hur nettolikviden avses fördelas, enligt vad som framgick i prospektet.

Under Q1-22 fyllde CirChem på sin kassa genom en företrädesemission, där den huvudsakliga andelen av kapitalet är öronmärkt för konstruktion av dedikerad anläggning för s.k. "Closed-loop"-strömmar.

Fördelning av nettolikvid från företrädesemissionen under Q1-22

MSEK



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 utgår från den befintliga anläggningen i Vargön. CirChems ambition är att expandera med ytterligare 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 20 000 ton lösningsmedel per år och är därmed den enda anläggningen i Norden som idag kan återvinna lösningsmedel med hjälp av destillation i industriell skala. Framgent är ett av CirChems delmål att nå en teknisk kapacitet för hantering av 25 000 årston lösningsmedel i anläggningen i Vargön, vilket skulle kunna leverera en omsättning om 250 MSEK med en EBITDA-marginal om 15 %.¹

Anläggning: Vargön

Tillstånd för kapacitet att hantera idag: 20 000 ton/år

Målsättning på medellång sikt: 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 uppskattning om att 25 000 årston som nämnt kan leverera en omsättning om 250 MSEK, med en EBITDA-marginal om 15 %.¹

Antagna prissättningsnivåer som en industriell aktör kan möta:

Spotpris för inköp av lösningsmedel, genomsnitt (Euro) 1,0 Euro/kg

Spotpris för lösningsmedel, genomsnitt under prognosperioden (SEK) 10,1 SEK/kg

Förbränningskostnad och miljöavgift (Euro) 0,5 Euro/kg

Förbränningskostnad och miljöavgift (SEK) 5,1 SEK/kg

Genomsnittlig växelkurs som antas under prognosperioden: EUR/SEK 10,10.

Det försäljningspris Analyst Group i genomsnitt antar att CirChem kan upprätthålla mot en kund:

CirChem försäljningspris lösningsmedel (Euro) 1,0 Euro/kg

CirChem försäljningspris lösningsmedel (SEK) 10,1 SEK/kg

25 000
TON/ÅR
KAN GE:

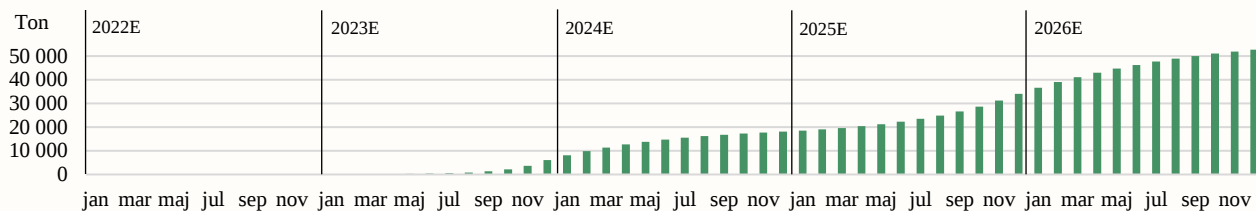
~250 MSEK
OMSÄTTNING...

...MED EN
EBITDA-
MARGINAL
OM ~15 %¹

FINANSIELL PROGNOSS

Gjorda antaganden resulterar i en såld volym om 18 700 ton år 2026, vilket därmed är 75 % av antagen maxkapaciteten om 25 000 ton.

Försäljningsvolym (ackumulerad), ton



Återvunnen och levererad mängd lösningsmedel	Per år	Förändring Y/Y	Ackumulerade volym	Förändring Y/Y
2023E	6 000	N/M	6 000	13727%
2024E	12 000	100%	18 000	200%
2025E	16 000	33%	34 000	89%
2026E	18 700	17%	52 700	55%

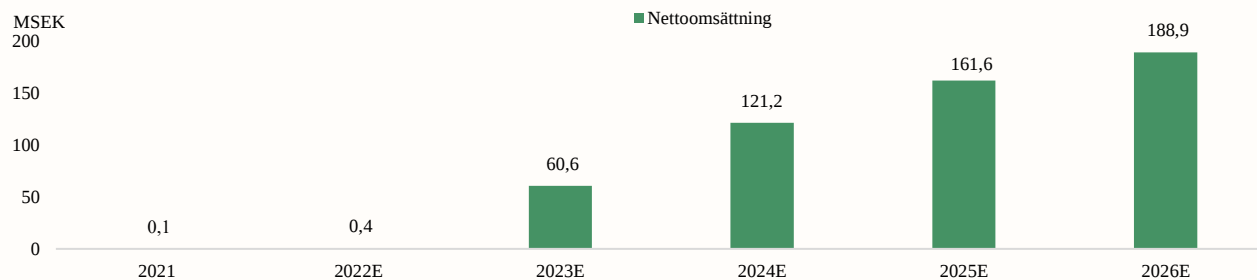
Analyst Groups prognos

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 som genomsnitt under prognosperioden, samt estimerad såld volym under åren 2023-2026, 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.



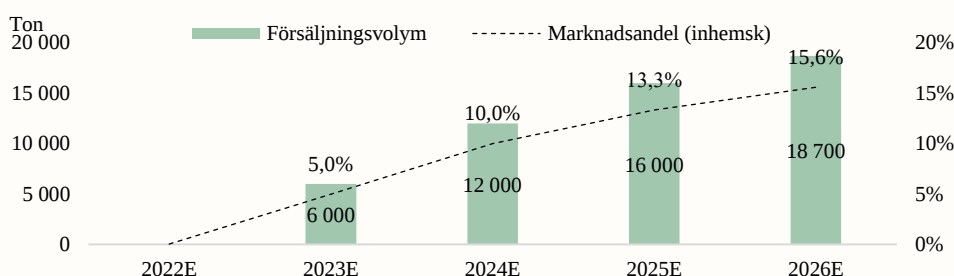
Analyst Groups prognos

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 säljer ca 18 700 ton av renat lösningsmedel, vilket med enbart den svenska marknaden som utgångspunkt, skulle motsvara en marknadsandel om 15,6 %. 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 16 % 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 ~16 % 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

25-30 %
BRUTTO-
MARGINAL
ANTAS I
MODELLEN

Bruttokostnader

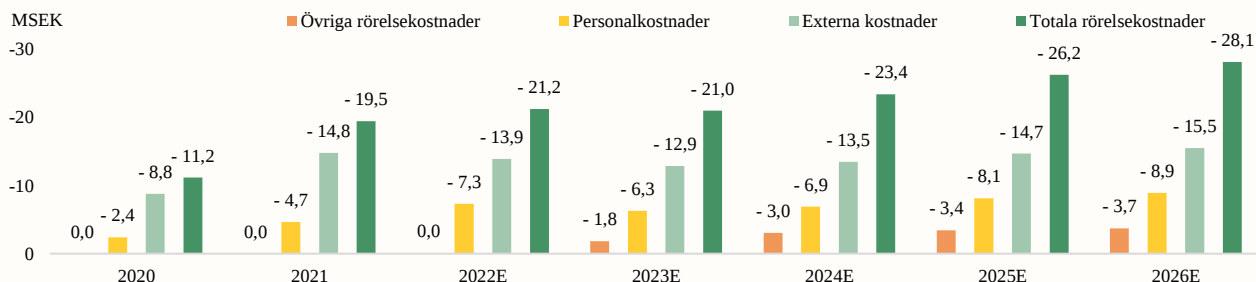
CirChems affärsmodell utgår från att inhämta/erhålla kontaminerade lösningsmedel och återvinna det genom att avlägsna kontaminerade kemikalier, vilket ger upphov till en form av "tillverkningskostnad" för Bolaget. Precis som med prissättningen beror kostnaden för återvinning på många faktorer, inklusive typen av lösningsmedel. I Analyst Groups prognoser antas en kostnadsnivå som rimligen kan matcha den applicerade prissättningsnivån över tid, där en kostnadsnivå om initialt -7,6 SEK/kg antas, vilken givet optimal mix av inflöden och full anläggningsoptimering, i genomsnitt borde kunna minska i takt med en stigande volym. Under prognosperioden antar vi därför en bruttomarginal omkring 25-30 % i ett Base scenario.

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. För att parallellt öka inträdesbarriärerna mot konkurrenter blir det även viktigt att ha gynnsamma miljötillstånd på plats (vilket CirChem har idag) samt bygga en stark patent- och IP-plattform omkring 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 är det av stor vikt att CirChem lyckas attrahera, och bibehålla, operativa nyckelpersoner, t.ex. de driftoperatörer som hanterar anläggningen. Detta är bl.a. vad som kommer att skapa rätt förutsättningar för att maximera CirChems anläggning. Dock, med tanke på att nya investeringar i organisationen, försäljningsarbete och marknadspositionering inte förväntas växa i takt med försäljningsvolymen, väntas EBITDA-marginalen kunna stiga framöver.

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

Rörelsekostnader åren 2022-2026, Base scenario.



Analyst Groups prognos

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. I slutet av år 2023 estimeras CirChem nå ett positivt EBITDA-resultat på månadsbasis.

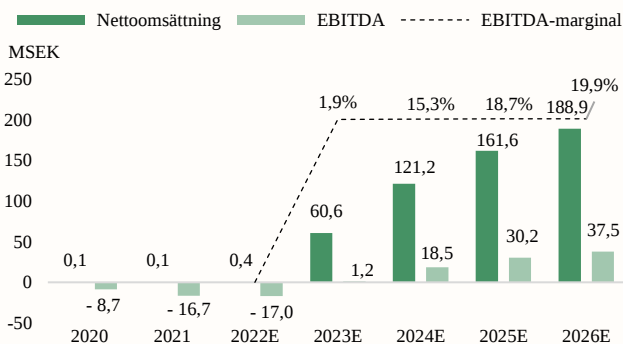
Följande är en sammanställning av Analyst Groups estimat för CirChem.

Finansiell prognos, Base scenario

Base scenario, MSEK	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	0,1	0,1	0,4	60,6	121,2	161,6	188,9
COGS	0,0	-0,2	-1,1	-45,5	-87,3	-113,1	-132,2
Bruttoresultat (adj.) ¹	2,5	2,7	4,2	22,2	41,9	56,5	65,7
Bruttomarginal (adj.) ²	n.a	n.a	n.a	25,0%	28,0%	30,0%	30,0%
Externa kostnader	-8,8	-14,8	-13,9	-12,9	-13,5	-14,7	-15,5
Personalkostnader	-2,4	-4,7	-7,3	-6,3	-6,9	-8,1	-8,9
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	-1,8	-3,0	-3,4	-3,7
EBITDA ¹	-8,7	-16,7	-17,0	1,2	18,5	30,2	37,5
EBITDA-marginal ¹	Neg.	Neg.	N/M	1,9%	15,3%	18,7%	19,9%

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 375 MSEK (2022-12-07), där tolv månader rullande intäkter uppgår till ca 6,2 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 ~9 (medelvärde).

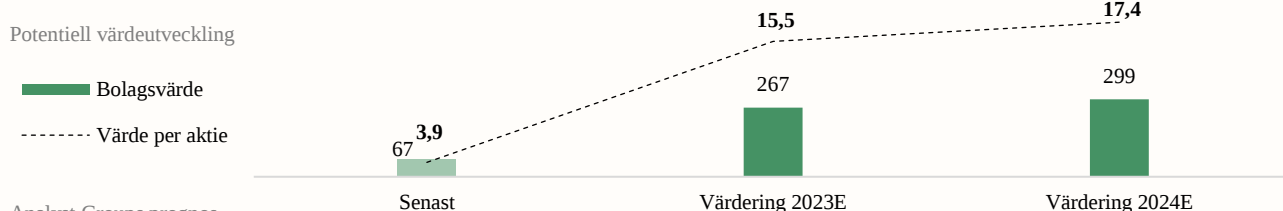
Urval av sektorbolag inom *Speciality Chemicals*.

Bolag	MCAP MSEK	EV MSEK	Omsättning LTM MSEK	Bruttomarginal LTM	EBITDA LTM MSEK	EV/S	P/S	EV/EBITDA
Albemarle Corp	314 632	337 732	58 223	39%	20 674	5,8	5,4	16,3
Croda International PLC	122 452	126 842	26 337	48%	7 732	4,8	4,6	16,4
Clariant AG	54 560	66 858	54 107	29%	9 130	1,2	1,0	7,3
Ashland Global	63 189	69 685	24 901	35%	5 757	2,8	2,5	12,1
Chemours Co	48 521	73 182	73 193	26%	15 511	1,0	0,7	4,7
Cabot Corp	41 890	56 162	44 982	21%	7 599	1,2	0,9	7,4
Kemira OYJ	23 969	33 986	36 177	n.a	5 363	0,9	0,7	6,3
Elementis PLC	8 182	12 659	9 435	39%	1 756	1,3	0,9	7,2
Sakai Chemical Industry	2 379	3 208	6 302	25%	822	0,5	0,4	3,9
Medel	75 530	86 701	37 073	33%	8 260	2,2	1,9	9,1
Median	48 521	66 858	36 177	32%	7 599	1,2	0,9	7,3

Källa: Thomson Reuters Eikon

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 tillväxtresa, kan det argumenteras för att CirChem under de närmaste åren initialt ska handlas till en högre multipl. Samtidigt har vi under H1-22 inlett början på slutet av en +10-årig period av lågräntor och omfattande stödköpsprogram från världens finansiella institut. Det ekonomiska klimat vi nu går in i verkar resultera i ökade avkastningskrav och reducerade vinstmultiplar, något som påverkar även CirChem. Med hänsyn till detta tillämpar vi i denna analys en något mer konservativ målmultipl om EV/EBITDA 10, vilket applicerat på 2026 års EBITDA-resultat om ca 38 MSEK motsvarar ett bolagsvärde om 380 MSEK. Beroende på beräknad diskonteringsränta, vilken reflekterar den tidsrisk som finns av händelser som ligger flera år bort och som ej ännu inträffat, erhålls olika värderingsnivåer. Analyst Group tillämpar en diskonteringsränta om 12 %, samt att det kan argumenteras för att år 2022-2024 blir affärskritiskt i den bemärkelsen att dels ska kapaciteten i anläggningen i Vargön byggas ut, dels behöver CirChem bevisa att de kan knyta till sig kundavtal och sälja tillräcklig volym. Med dessa antaganden härleds ett värde per aktie om 15,5 kr i ett Base scenario på 2023 års prognos.

Med tillämpad målmultipl motiveras ett värde om 15,5 kr per aktie på 2023 års prognos, d.v.s. tolv månader framåtblickande.



Analyst Groups prognos

BULL & BEAR

Bull scenario

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

- Med ett tillstånd 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 försäljningsvolym relativt angivet Base scenario. Detta antas kunna ske genom dels nuvarande säljaval, dels att CirChem med allt fler referensuppdrag kan lyckas knyta till sig ännu fler kunder.
- CirChem har ett uttalat mål att, utöver uppskalningen av anläggningen i Vargön, expandera med ytterligare 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 Nordeuropa (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 10 på 2026 års rörelseresultat, en riskjusterad diskonteringsränta om 12 % samt en initial småbolagsrabatt, motiveras ett nuvärde per aktie vid utgången av 2023 om 20,8 kr i ett Bull scenario, där en stigande omsättning och tillika EBITDA-resultat är de största drivarna i scenariot.

Bear scenario

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

- Det är 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, finns risk för återkommande kapitalinjektioner 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 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, i kombination med aktiens rådande *free float*, motiveras ett värde per aktie om 3,5 kr i ett Bear scenario.

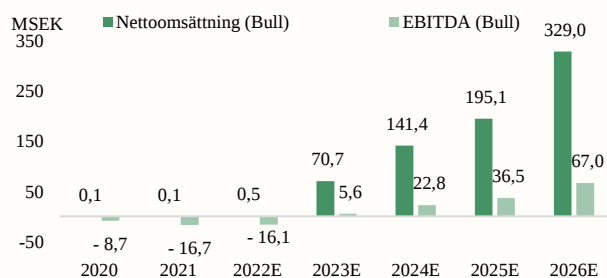
FLER
ANLÄGGNINGAR
I ETT
BULL
SCENARIO

20,8 KR
PER AKTIE I
ETT BULL
SCENARIO

3,5 KR
PER AKTIE I
ETT BEAR
SCENARIO

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

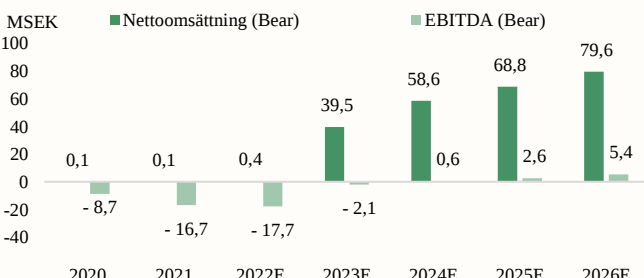
Prognos Bull scenario, åren 2022-2026



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



Petra Sas, Interim VD, samt styrelseledamot

Utbildning och erfarenhet: Studier i juridik, matematik och ekonomi vid universiteten i Lund och Stockholm. Har tidigare haft ledande befattningar i finansbranschen, bland annat som VD för Remium Nordic AB. Övriga pågående uppdrag: Styrelseordförande LeanOn AB och styrelseuppdrag i LifeClean-koncernen. Arbetar med egna investeringar. *Petra äger 139 506 aktier i Bolaget privat eller genom närstående bolag, samt 16 212 teckningsoptioner i LTI 2022/2025:2.*



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 67 031 aktier privat eller genom närstående bolag samt närstående personer, samt 14 738 teckningsoptioner i LTI 2022/2025:1.*



Andreas Wadstedt, COO

Andreas har mångårig erfarenhet från den svenska kemibranschen och kommer närmast från rollen som Regional Operations Manager Nordics på Univar Solutions. Han har även haft ledande befattningar på bland annat Nouryon (f.d. Akzo Nobel) och Borealis tidigare. *Andreas äger inga aktier i bolaget.*



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. *Mats äger 119 171 aktier privat eller genom närstående bolag samt närstående personer, samt 292 240 teckningsoptioner 2020/2023, och 16 212 teckningsoptioner i LTI 2022/2025:2.*



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. *Jonas äger 11 840 aktier privat eller genom närstående bolag samt närstående personer, samt 16 212 teckningsoptioner i LTI 2022/25:2.*



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. *Åse äger 11 008 aktier privat eller genom närstående bolag samt närstående personer, samt 16 212 teckningsoptioner i LTI 2022/2025:2.*



Magnus Gink, Styrelseledamot

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. Tidigare arbete vid Ernst & Young och PwC samt styrelseledamot i CirChem AB, Designed Chemistry AB och Green Containers 1999 AB. *Magnus äger 585 279 aktier privat eller genom närstående bolag samt närstående personer, samt 16 212 teckningsoptioner i LTI 2022/2025:2*

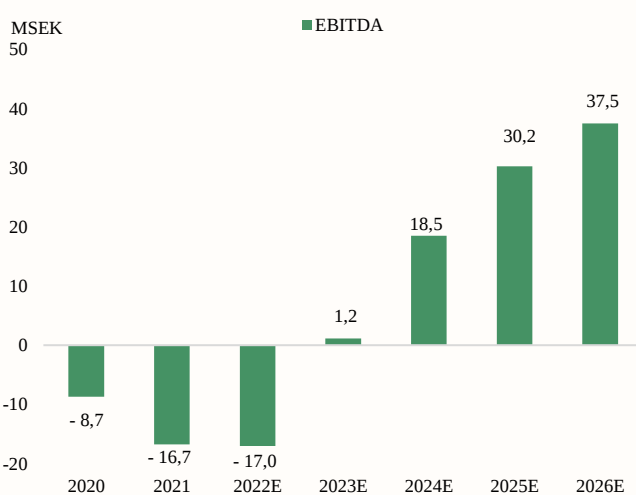
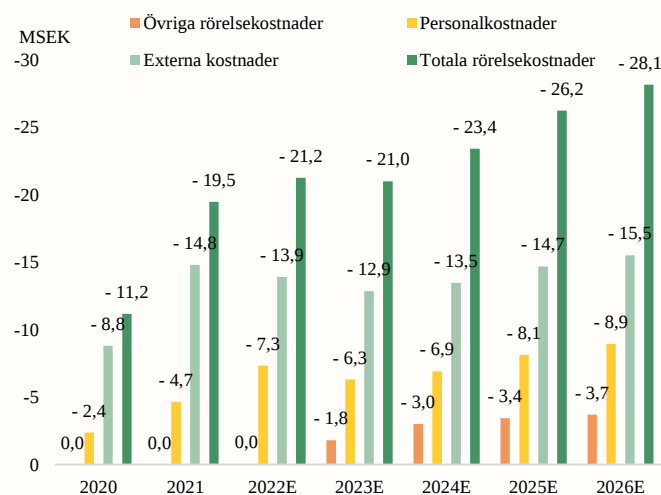
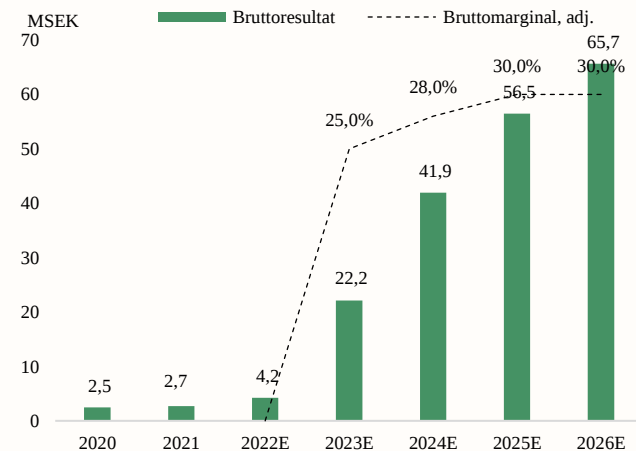
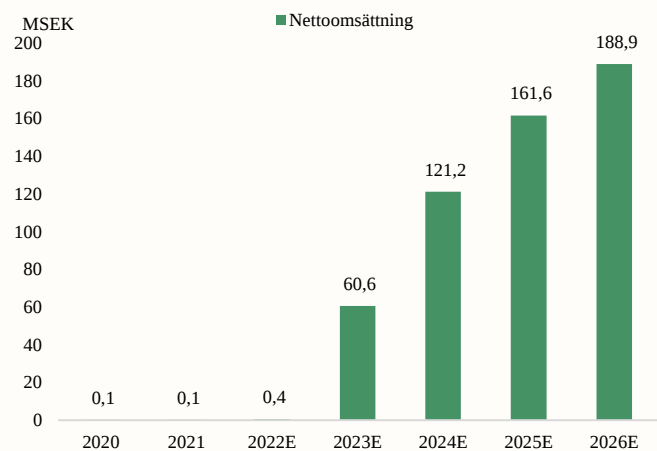
APPENDIX

Base scenario, MSEK	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	0,0	0,1	0,1	0,4	60,6	121,2	161,6	188,9
Aktiverat arbete för egen räkning	0,0	2,1	2,7	4,9	6,0	7,0	7,0	8,0
Övriga rörelseintäkter	0,2	0,3	0,1	0,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Totala intäkter	0,2	2,5	2,9	5,4	67,6	129,2	169,6	197,9

COGS	0,0	0,0	-0,2	-1,1	-45,5	-87,3	-113,1	-132,2
Bruttoresultat	0,2	2,5	2,7	4,2	22,2	41,9	56,5	65,7
Bruttomarginal, adj.	n.a	n.a	n.a	n.a	25,0%	28,0%	30,0%	30,0%

Externa kostnader	-1,8	-8,8	-14,8	-13,9	-12,9	-13,5	-14,7	-15,5
Personalkostnader	-0,2	-2,4	-4,7	-7,3	-6,3	-6,9	-8,1	-8,9
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,8	-3,0	-3,4	-3,7
EBITDA	-1,8	-8,7	-16,7	-17,0	1,2	18,5	30,2	37,5
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1,9%	15,3%	18,7%	19,9%

Base scenario, Nyckeltal	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
P/S	N/M	N/M	N/M	N/M	1,1	0,6	0,4	0,4
EV/S	N/M	N/M	N/M	N/M	12,0	10,2	10,2	9,0
EV/EBITDA	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	61,6	3,9	2,4	1,9



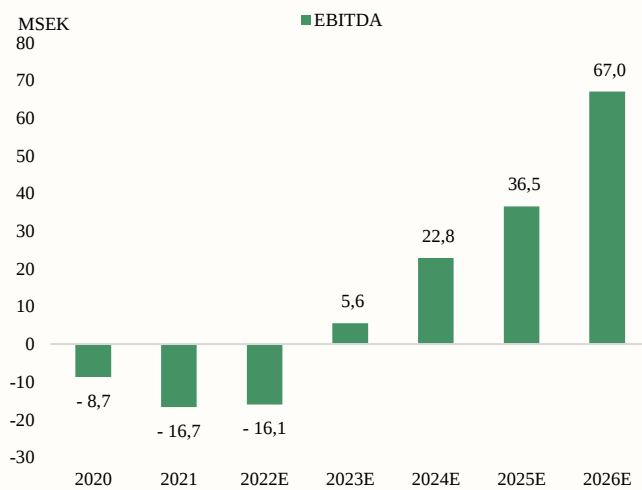
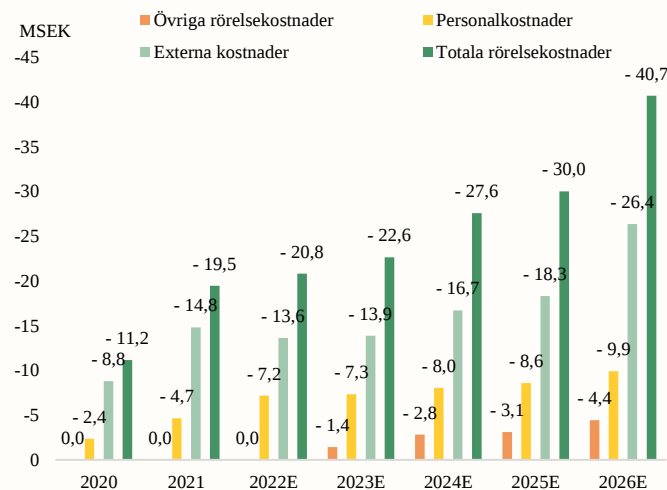
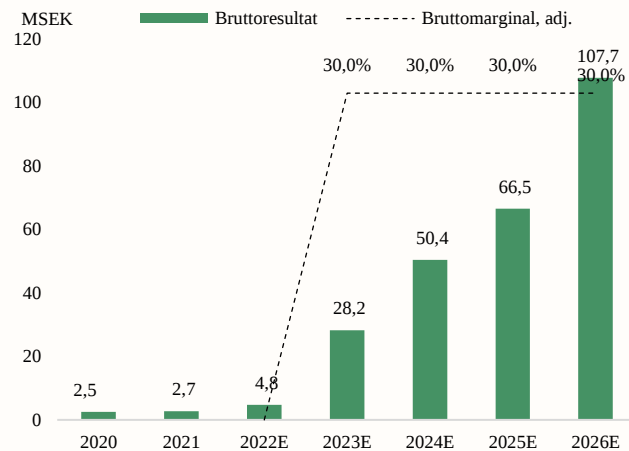
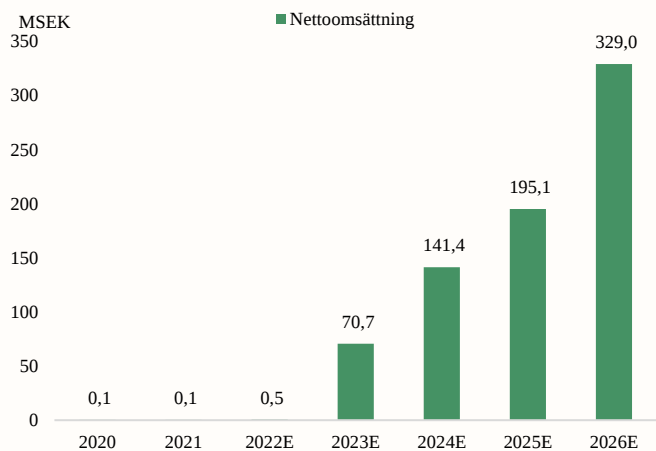
APPENDIX

Bull scenario, MSEK	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	0,0	0,1	0,1	0,5	70,7	141,4	195,1	329,0
Aktiverat arbete för egen räkning	0,0	2,1	2,7	5,4	6,0	7,0	7,0	8,0
Övriga rörelseintäkter	0,2	0,3	0,1	0,1	1,0	1,0	1,0	1,0
Totala intäkter	0,2	2,5	2,9	5,9	77,7	149,4	203,1	338,0

COGS	0,0	0,0	-0,2	-1,1	-49,5	-99,0	-136,6	-230,3
Bruttoresultat	0,2	2,5	2,7	4,8	28,2	50,4	66,5	107,7
Bruttomarginal, adj.	n.a	n.a	n.a	n.a	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%

Externa kostnader	-1,8	-8,8	-14,8	-13,6	-13,9	-16,7	-18,3	-26,4
Personalkostnader	-0,2	-2,4	-4,7	-7,2	-7,3	-8,0	-8,6	-9,9
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,4	-2,8	-3,1	-4,4
EBITDA	-1,8	-8,7	-16,7	-16,1	5,6	22,8	36,5	67,0
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	7,9%	16,1%	18,7%	20,4%

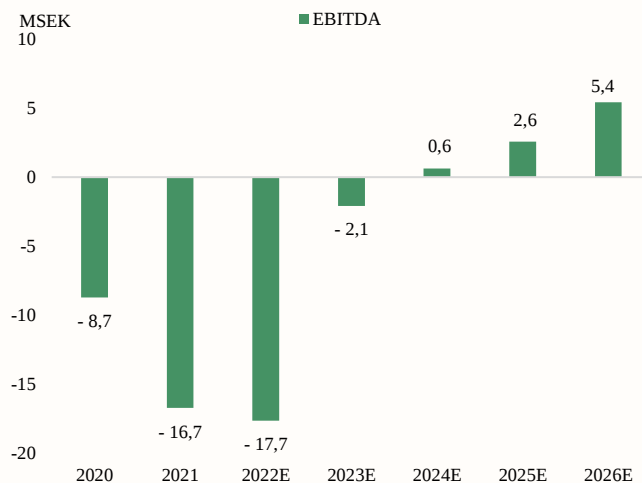
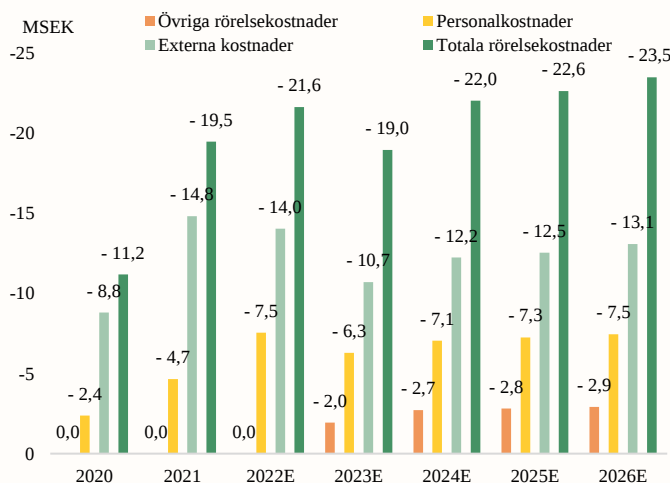
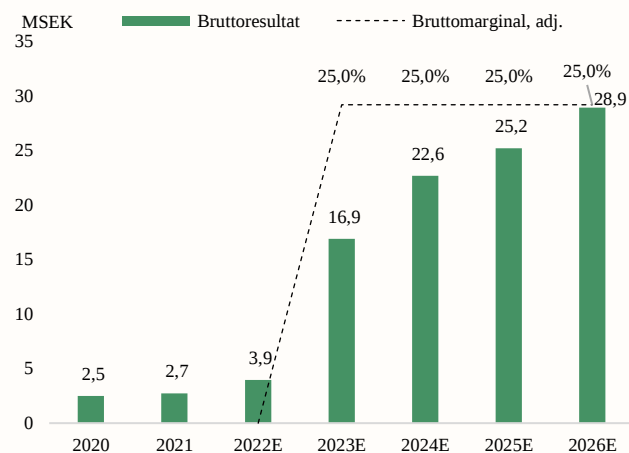
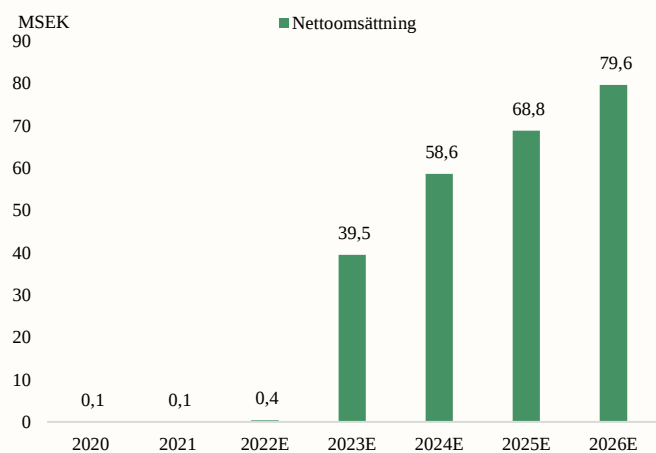
Bull scenario, Nyckeltal	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
P/S	N/M	N/M	N/M	N/M	0,9	0,5	0,3	0,2
EV/S	N/M	N/M	N/M	N/M	1,0	0,5	0,4	0,2
EV/EBITDA	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	12,9	3,1	2,0	1,1



APPENDIX

Bear scenario, MSEK	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	0,0	0,1	0,1	0,4	39,5	58,6	68,8	79,6
Aktiverat arbete för egen räkning	0,0	2,1	2,7	4,6	6,0	7,0	7,0	8,0
Övriga rörelseintäkter	0,2	0,3	0,1	0,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Totala intäkter	0,2	2,5	2,9	5,1	46,5	66,6	76,8	88,6
COGS	0,0	0,0	-0,2	-1,1	-29,6	-43,9	-51,6	-59,7
Bruttoresultat	0,2	2,5	2,7	3,9	16,9	22,6	25,2	28,9
Bruttomarginal, adj.	n.a	n.a	n.a	n.a	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Externa kostnader	-1,8	-8,8	-14,8	-14,0	-10,7	-12,2	-12,5	-13,1
Personalkostnader	-0,2	-2,4	-4,7	-7,5	-6,3	-7,1	-7,3	-7,5
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	-2,0	-2,7	-2,8	-2,9
EBITDA	-1,8	-8,7	-16,7	-17,7	-2,1	0,6	2,6	5,4
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1,1%	3,7%	6,8%

Bear scenario, Nyckeltal	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
P/S	N/M	N/M	N/M	N/M	1,7	1,1	1,0	0,8
EV/S	N/M	N/M	N/M	N/M	1,8	1,2	1,0	0,9
EV/EBITDA	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	112,2	27,9	13,2



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.

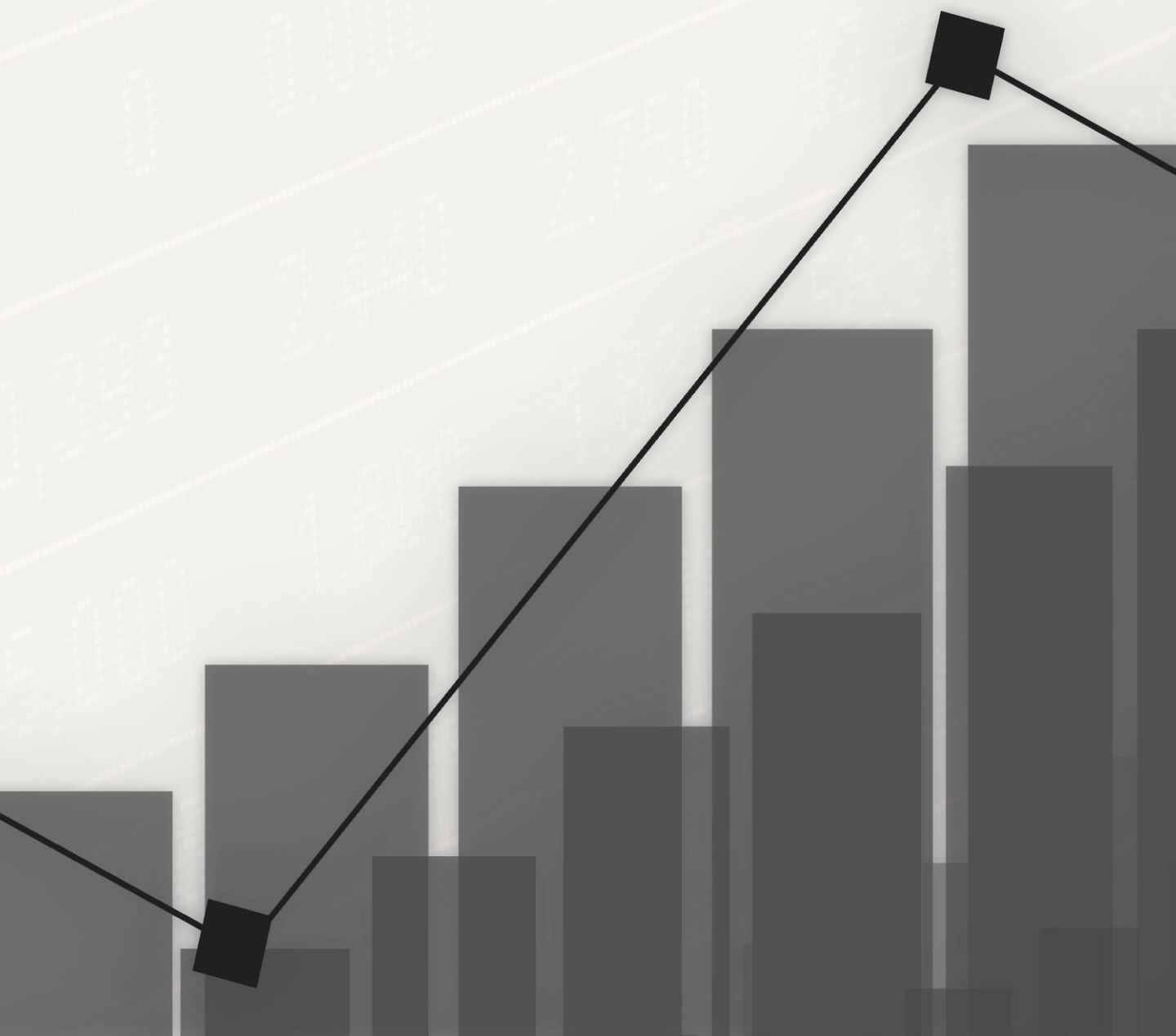
Analytiker äger inte aktier i bolaget.

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.



Analyst Group



AG EQUITY RESEARCH AB

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