

Hack i den positiva bruttomarginalstrenden

Fokuset är alltså inriktat på försäljningsarbetet, både på den inhemska och utländska marknaden, vilket tillsammans med en fortsatt bearbetning av nyligen ingångna partnerskap, skapar goda förutsättningar för Recytec ("Recytec" eller "Bolaget") att visa en starkare tillväxt framgent. Genom tidigare investeringar har Recytec lagt en solid grund för att generera en högre underliggande lönsamhet, vilket tillsammans med en ökad försäljning, möjliggör ett förbättrat rörelseresultatet under prognosperioden. Utmaningen framgent ligger inte i kapacitet, utan att säljarbetet ska generera starkare resultat än vad som uppvisats under år 2023, samtidigt som likviditeten är på relativt låga nivåer. Med hänsyn till ovannämnda faktorer estimeras totala intäkter om 27,5 MSEK år 2025, vilket med en tillämpad EV/S-multipel om 0,7x, motsvarar ett potentiellt nuvärde per aktie om 0,74 (0,74) kr i ett Base scenario.

▪ Tillfällig dipp i bruttomarginalen...

Q3-rapporten blev en indikation på att de ytterligare säljresurser som tillsattes under det andra kvartalet 2023 ännu inte burit frukt, utan att en större effekt är att vänta under Q4-23. Nettoomsättningen uppvisade en mindre sekventiell ökning om 0,6 % Q-Q, och uppgick till ca 2,9 MSEK, vilket var under våra estimat. Det operationella fokuset ligger fortsatt fast på säljarbete och genom nära samarbete med distributörernas egna säljorganisationer, i kombination med intensifierade partnerskap med utvalda distributörer, förväntar Analyst Group att Recytec kan avsluta året försäljningsmässigt starkare. Bruttomarginalen uppgick under Q3-23 till 51,3 % (41,7 %), vilket å ena sidan innebar en förbättring mot fjolåret, å andra sidan ett hack i den positiva trend som uppvisats avseende bruttomarginalen sedan Q3-22, vilket bedöms vara en direkt effekt av kvartalets produktmix samt kvaliteten på erhållen råvara från leverantörer.

▪ ...sätte sina spår i rörelseresultatet

Rörelseresultatet uppgick till -4,4 MSEK (-2,5) under Q3-23, men belastades samtidigt av den förlust som realiserades i samband med försäljningen av fastigheten Flahult 74:3, uppgående till -2,4 MSEK, vilka är kostnader av engångskaraktär. Det justerade rörelseresultatet uppgick därmed till -2 MSEK, vilket motsvarade en förbättring om ca 18 % men samtidigt en minskning om 10 % Q-Q. Sett över rullande tolv månader är det däremot tydligt att Bolagets tidigare initierade kostnadsbesparingsåtgärder har givit resultat genom en successivt förbättrad, om än fortsatt negativ, lönsamhet.

▪ Oförändrat värderingsintervall¹

Megatrenderna för cirkulär ekonomi är här för att stanna och medför därigenom en naturlig medvind för Recytec's verksamhet framgent. Med fortsatt fokus på säljarbete och ökade resurser inom säljorganisationen bedöms förutsättningarna vara goda för Bolaget att leverera en attraktiv tillväxt kommande kvartal och år. Utmaningen avseende att balansera tillväxt med lönsamhet, för att minska behovet av externt kapital, kvarstår däremot. Givet ett lägre omsättningsmässigt utfall under det tredje kvartalet har vi reviderat ned intäktsprognoserna primärt under år 2023, med en mindre nedrevidering avseende år 2025. Värderingsintervallet är däremot oförändrat med bakgrund av en generell multipel-expansion bland peer-bolagen.

VÄRDERINGSINTERVALL

Bear
0,25 kr

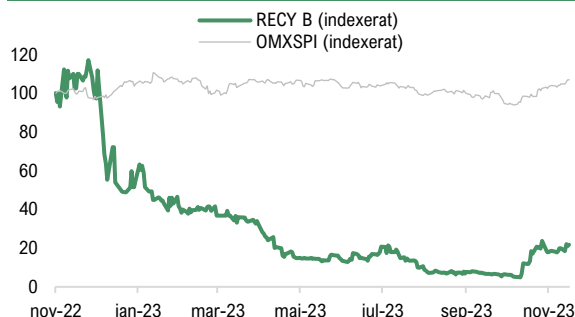
Base
0,74 kr

Bull
1,60 kr

NYCKELDATA

Senast betalt (2023-12-07)	0,89
Antal Aktier (st.)	13 078 818
Market Cap (MSEK)	11,6
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	3,7
Enterprise Value (MSEK)	15,3
Lista	Spotlight Stock Market
Bokslutskommuniké 2023	2023-02-20

KURSUVECKLING



HUVUDÄGARE (KÄLLA: HOLDINGS 2023-09-27)

Tor Robin Nilsanders Karphammar	19,0 %
Nordnet Pensionsförsäkring	7,3 %
QQM Fund Management AB	5,5 %
Joakim Svahn	5,5 %
Nordnet Livförsäkring AS	3,0 %

PROGNOSE (MSEK)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Totala intäkter	16,2	15,2	13,0	18,0	27,5
COGS	-6,7	-8,5	-5,4	-7,2	-10,5
Övriga externa kostnader	-7,7	-8,4	-7,2	-7,5	-7,5
Personalkostnader	-8,7	-9,2	-6,5	-7,5	-8,3
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	-2,4	0,0	0,0
EBITDA	-6,8	-11,0	-8,4	-4,2	1,3
EBITDA-marginal	-42%	-72%	-65%	-23%	5%
P/S	0,7x	0,8x	0,9x	0,6x	0,4x
EV/S	0,9x	1,0x	1,2x	0,8x	0,6x
EV/EBITDA	-2,2x	-1,4x	-1,8x	-3,6x	12,2x

¹ Avseende Base och Bull scenario. Effekten av en mindre nedrevidering i estimerad omsättning år 2025 har motverkats av en generell multipel-expansion bland peer-bolagen. Bear scenariot har reviderats upp med hänsyn till den generella multipel-expansionen bland peer-bolagen.

Innehållsförteckning

Kommentar Q3-rapport	3-5
Investeringsidé	6
Finansiell Prognos	7
Värdering	8-9
Bull & Bear	10
VD-intervju	11
Appendix	12-13
Disclaimer	14

OM BOLAGET

Recyctec Holding är verksamma inom återvinning. Koncernen har utvecklat reningsmetoder som återställer glykol till ursprungligt tillstånd så att den återigen kan användas i bruk. Till skillnad från traditionell hantering av glykol, som har lågt värde vid förbränning och återvinning, utvinns ett större energivärde. Bolaget grundades år 2005 och har sitt huvudkontor i Jönköping.

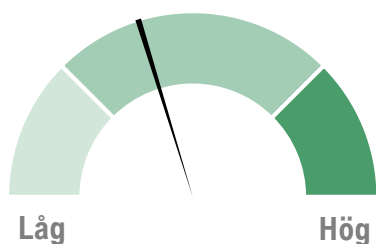
VD OCH ORDFÖRANDE

Verkställande Direktör	Pär Winberg
Styrelseordförande	Joel Westerström

ANALYTIKER

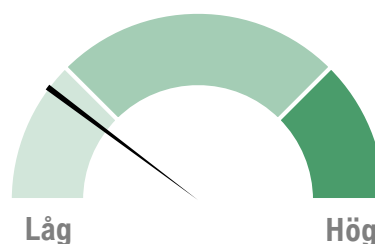
Namn	Patrik Brimedahl
Telefon	+46 707 992 612
E-mail	patrik.brimedahl@analystgroup.se

Värde drivare



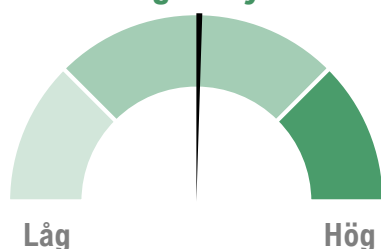
Recyctec har en redan etablerad anläggning på plats i Jönköping, med den etablerade anläggningen på plats är fokus riktat mot säljaktiviteter, marknadsföring och kvalitetssäkring av produktion. Med en stigande volym möjliggör Bolagets affärsmodell en hög potential för större intäkter där vi antar att Recyctec kommer att kunna kapitalisera på efterfrågan i större utsträckning än tidigare.

Lönsamhet



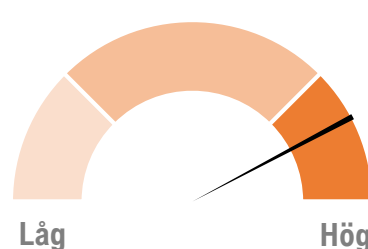
Recyctec har under de senaste åren arbetat intensivt med att utveckla och färdigställa Bolagets första anläggning som är uppförd i Jönköping, Sverige. Den nuvarande försäljningen är blygsam i relation till de totala rörelsekostnaderna, vilket medfört att Recyctec inte ännu uppnått lönsamhet. Betyget är baserat på historik och är således inte framåtblickande.

Ledning & Styrelse



Tillförordnad VD Thom Nilsson är utbildad civilekonom och har mångårig bakgrund i ledande positioner. Thom är även koncernchef för Nevotex AB, en ledande leverantör av textilier och verktyg för möbeltillverkning, vilket vi ser som meriterande. För ett högre totalbetyg skulle vi dock velat se ett högre insynsagande i styrelse och ledning, vilket uppgår till ca 0,2 %.

Risk



Det finns flera faktorer som blir avgörande för att Recyctec ska kunna nå lönsamhet, t.ex. möjlighet att attrahera kunder inom branscher som kännetecknas som konservativa, avtalens utformning, marknadspriser av råvaror, volymer m.m. Detta är således en operativ risk att ta i beaktande.

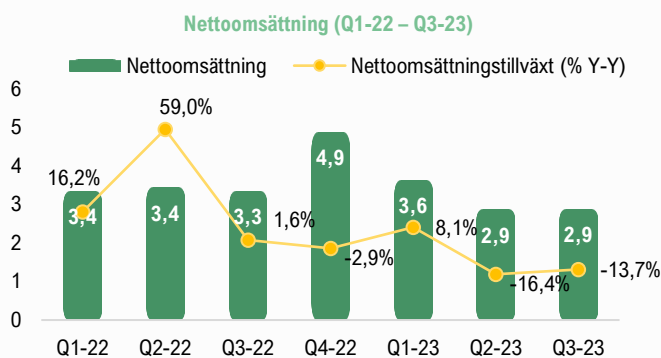
-14%
TILLVÄXT Y-Y
NETTO
OMSÄTTNING
Q3-23

Marginell ökning i nettoomsättningen under det tredje kvartalet

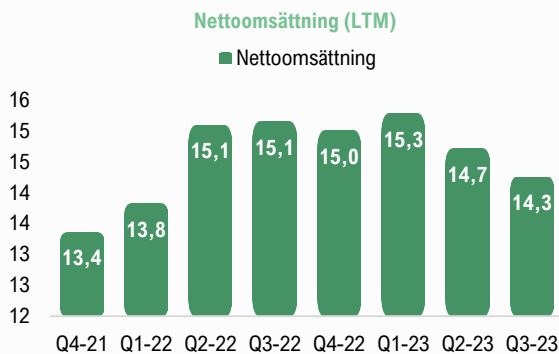
Under Q3-23 uppgick Recycotecs nettoomsättning till ca 2,9 MSEK (3,3), motsvarande en minskning om ca 14 % mot jämförbart kvartal föregående år, men samtidigt en marginell ökning om 0,6 % jämfört med föregående kvartal (2,9). Den i princip oförändrade omsättningsnivån i det tredje kvartalet bedömer Analyst Group som en indikation på att de ytterligare säljresurserna som tillsattes under Q2-23 ännu inte riktigt burit frukt, utan att en större effekt från detta är att vänta under Q4, vilket historiskt också tenderar att vara ett av Recycotecs starkaste kvartal. Vidare har Bolaget intensifierat samarbetena med utvalda distributörer, där lejonparten av säljarbetet sker tillsammans med distributörernas egna säljorganisationer, vilket i sin tur ger Recycotec en ökad resurstillgång och räckvidd. Därutöver har samarbetet med Ahlsell i Norge fördjupats, vilket förväntas ge effekter under Q1-24.

Sammantaget var nettoomsättningen under det tredje kvartalet lägre än Analyst Group estimerat, givet våra tidigare kommunicerade helårsprognoser om 16,1 MSEK, och då vi inte ser att Recycotec kommer att hinna realisera på effekterna av de intensifierade samarbetena samt utökade säljresurserna i den grad att Bolaget kommer att leverera en nettoomsättning om 6,6 MSEK i Q4-23, vilket behövs givet utfallet i Q3-23, har Analyst Group reviderat prognoser. En fortsatt konjunkturavmattning i kombination med tecken på en allmänt försämrad efterfrågan inom distributionsledet är två ytterligare faktorer som estimeras hålla tillbaka tillväxten något i Q4-23.

Kvartal



Rullande 12 månader



Källa: Recycotec

Hack i den positiva bruttomarginalstrenden

51%
BRUTTO-
MARGINAL
Q3-23

Kostnader för råvaror och förnödenheter (exkl. förändringar i varulagret) uppgick till 1 MSEK (1,5) under Q3-23, vilket medförde en bruttomarginal om 51,3 % (41,7 %), motsvarande en förbättring om ca 10 procentenheter jämfört med Q3-22. Däremot innebär den redovisade bruttomarginalen under Q3-23 att den positiva bruttomarginalstrenden som uppvisats sedan Q3-22 har fått ett hack i kurvan, då bruttomarginalen under Q2-23 uppgick till 67,3 %. Bruttomarginalen har historiskt varit volatil från kvartal till kvartal och beror till stor del på produktmix och kvaliteten på råvaran som Recycotec erhåller, där sistnämnda har en stor påverkan på produktionen och möjligheterna att bedriva en effektiv produktion. Recycotec har sedan ett par kvartal tillbaka arbetat med att försöka påverka kvaliteten på inkommande råvara genom en differentierad mottagningsavgift, samtidigt som det ger Bolaget möjligheten att informera leverantörer om vikten av kvaliteten på råvaran som de levererar. Även om bruttomarginalen under det tredje kvartalet var under våra estimerat (~59 %), är det tydligt att Recycotec, genom en mer optimerad produktion efter genomförda investeringar, har lagt en solidare grund att generera en högre underliggande lönsamhet genom att kunna leverera större satsar av renat glykol under färre antal omgångar. Utvecklingen i bruttomarginalen är en viktig drivare och datapunkt att bevaka kommande kvartal då det möjliggör för Bolaget att vända till lönsamhet i takt med att försäljningen ökar.

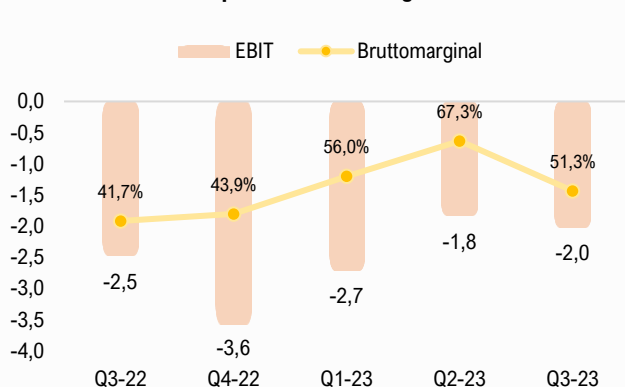
Fastighetsförsäljningen tyngde resultatet – men fortsatta operativa effektiviseringar uppvisas

Totala rörelsekostnader (exkl. råvaror) uppgick under Q3-23 till ca 5,9 MSEK att jämföra med 3,9 MSEK under Q3-22, och 3,9 MSEK under Q2-23. Justerat för förlusten i samband med tidigare annonserad fastighetsförsäljning, vilken är av engångskaraktär, uppgick de totala rörelsekostnaderna till 3,5 MSEK, vilket motsvarar en minskning om ca 10 % Y-Y och Q-Q, vilket indikerar att Bolagets kostnadsbesparingsåtgärder ger resultat. Rörelseresultatet, justerat för engångskostnader, uppgick till -2 MSEK (-2,5) MSEK, motsvarande en förbättring om ca 18 % mot Q3-22, men samtidigt en försämring om 10 % mot Q2-23, då rörelseresultatet uppgick till -1,8 MSEK, vilket primärt hänförs till den lägre bruttomarginalen. Analyt Group ser positivt på de fortsatta framsteg som Recyctec uppvisar på OPEX-nivå, hänförligt till ökad disciplin på kostnadssidan i termer av externa kostnader och personalkostnader.

**-2 MSEK
RÖRELSE-
RESULTAT
Q3-23**

Kvartal

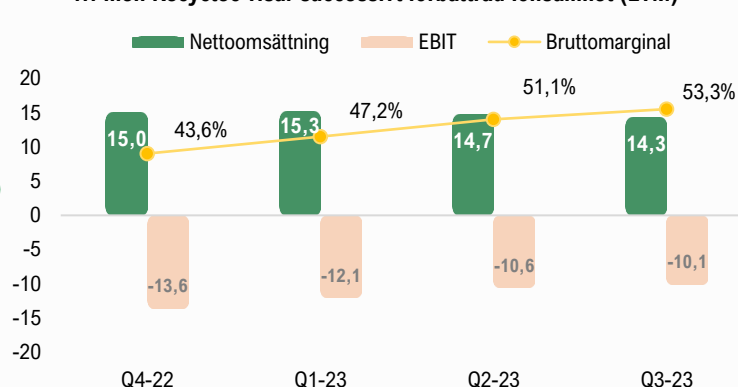
Hack i den positiva bruttomarginaltrenden...



Källa: Recyctec

Rullande 12 månader

... men Recyctec visar successivt förbättrad lönsamhet (LTM)

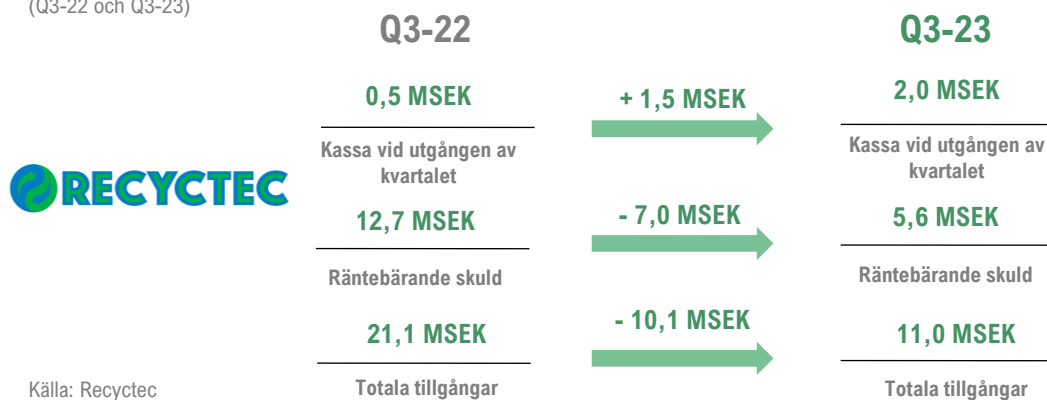


Finansiell ställning och likviditet

Vid utgången av Q3-23 uppgick kassan till ca 2 MSEK, vilket kan jämföras med 0,5 MSEK vid utgången av Q2-23, motsvarande en nettoförändring om ca 1,5 MSEK. Kassaökningen är en direkt effekt av Bolagets försäljning av fastighet, till ett värde om 5 MSEK, att jämföra med det bokförda värdet om 7,5 MSEK. Avseende den löpande verksamheten, uppvisade Recyctec ett negativt kassaflöde om -3,7 MSEK, eller -1,3 MSEK vid justering för fastighetsförsäljningens negativa påverkan på resultatet. Vidare belastades kassan av amorteringar relaterade till låneskulder om 2,4 MSEK, vilket ska ses som positivt då det medför en förbättrad kapitalstruktur och lägre räntekostnader framgent. Vid utgången av Q3-23 uppgick de räntebärande skulderna till 5,6 MSEK, en minskning med 2,3 MSEK Q-Q och 7 MSEK Y-Y.

Jämfört med fjolåret har Recyctec förbättrat kapitalstrukturen genom en reducerad skuldnivå och stärkt kassa.

Kassa, räntebärande skuld och totala tillgångar
(Q3-22 och Q3-23)



Källa: Recyctec

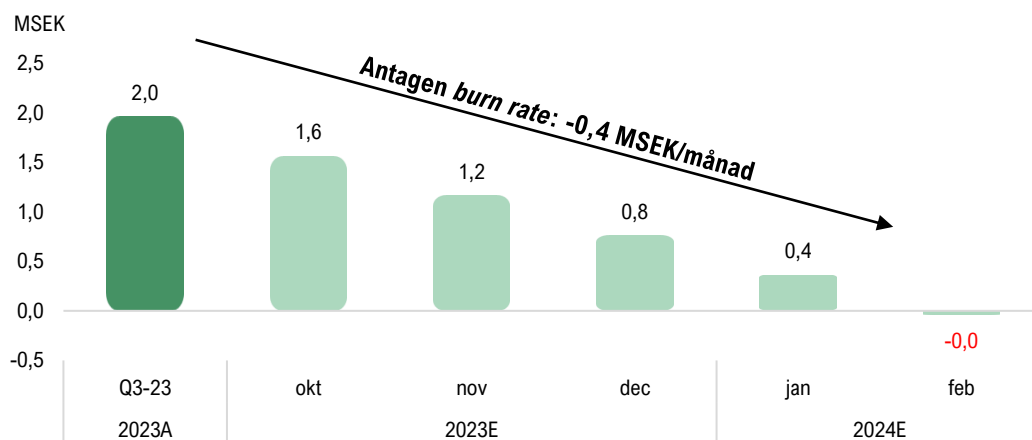
**EXTERN
FINANSIERING KAN
INTE UTESLUTAS
UNDER KOMMANDE
12 MÅNADER**

Finansiell ställning och likviditet (forts.)

Bolagets operativa *burn rate*¹ per månad uppgår i genomsnitt till ca -0,3 MSEK vid studerande av de två senaste kvartalet (justerat för fastighetsförsäljningen) och fångar således upp Recyctecs senaste kostnadsbesparingsåtgärder. Givet en kassa om ca 2 MSEK vid utgången av Q3-23, och en konservativ antagen *burn rate* om ca -0,4 MSEK per månad skulle Recyctec, allt annat lika, behöva stärka Bolagets likviditet senast under Q1-24, varför ytterligare extern kapitalanskaffning inte kan uteslutas under de kommande 12 månaderna. Däremot, genom ett fortsatt tydligt fokus på sälj och marknadsföring, tillsammans med tecken på förbättrade förhållanden inom distributionsleden samt ett bibehållet kostnads- och rörelsekapitalfokus, bör Recyctec kunna uppvisa en starkare tillväxt kommande kvartal med en förbättrad lönsamhet. Givet att Bolagets nyligen ingångna avtal, t.ex. det utökade samarbetet med Ahsell för hela Norden och med Kylma, ännu är långt ifrån sin fulla potential, tillsammans med att ytterligare bearbetade dialoger med distributörer, anser Analyst Group att tillväxtcasen fortsatt är attraktivt. Megatrenderna avseende cirkulär ekonomi är här för att stanna och ger en naturlig medvind för Recyctecs verksamhet, däremot är utmaningarna framgent, likt tidigare, att balansera tillväxten med lönsamhet för att minska behovet av externt kapital.

Under antagandet av en konservativ *burn rate* om 0,4 MSEK per månad skulle Recyctec behöva stärka Bolagets likviditet under Q1-24, allt annat lika.

Senast rapporterad kassa och antagen *burn rate*



Källa: Analyst Groups prognoser

¹ Kassaflöde från löpande verksamheten.

BIDRAR TILL CIRKULÄR EKONOMI

Recyctec verkar för att skapa cirkulär hållbar ekonomi

Recyctec är idag det enda svenska CleanTech-bolaget som är verksamt och ledande inom återvinning av standardkemikalien glykol. I Bolagets anläggning renas glykol från olika brukande industriella aktörer för att sedan återanvändas, vilket innebär att Bolaget har en metod för att rena glykol i ett evigt kretslopp. Den renade glykolen säljs sedan till ett kemiföretag eller som EarthCare, vilket är Recyctecs egna färdiga produkt. Det kan därför argumenteras att Bolagets metod är en del av den cirkulära ekonomin genom att förvandla farligt avfall till en ren produkt, där investerare via Recyctec kan exponeras mot den starka ESG-trenden med ökat fokus på hållbarhet.

Stabil global efterfrågan på grön glykol

Glykol är en miljöfarlig produkt som framställs ur råolja, och används idag inom en rad olika områden, där tillverkning av PET-plaster och polyesterfiber står för majoriteten av den globala förbrukningen av glykol idag. Glykol finns även inom frost- och korrosionsskydd i motordrivna fordon, avisning av flygplan och energibärare i kyl- och värmeanläggningar. Idag förbränns primärt glykol efter användning och därför är det miljömässiga förbättringsbehovet inom området, enligt Bolaget, stort. Den globala marknaden för glykol estimerades vara värd ca 32 mdUSD år 2019, där tillväxten primärt drivs av tillverkningsindustrin. De kommande åren förväntas den globala efterfrågan på glykol fortsatt vara stabil och uppvisa en estimerad tillväxttakt om ca 7 % årligen (CAGR) fram till år 2025, då marknaden prognostiseras vara värd ca 47 mdUSD. En faktor som kan komma att hämma tillväxten är volatiliteten i utbud och priser för råvaror hänförliga till glykol¹.

7 % MARKNADS- TILLVÄXT 2019-2025

Den nya klassificeringen förväntas öka efterfrågan för Recyctecs produkter

År 2011 infördes EU:s avfallsdirektiv i svensk lagstiftning, där glykol ingår. EU:s avfallsdirektiv innebär bland annat att företag i Sverige ska återanvända all använd glykol. EU har också, genom *European Green Deal*, en vision om att bli klimatneutrala år 2050, genom bland annat *Circular Economy Action Plan* som syftar till att främja återvinning samt cirkulär konsumtion och produktion. Den 22 januari 2021 meddelade Regeringen ett beslut om den första handlingsplanen för cirkulär ekonomi, vilket bland annat innebär att främja att avfall ska återställas och därigenom bli nya produkter igen. Handlingsplanen för cirkulär ekonomi innefattar bland annat krav på återvinning samt ökade krav på separering av avfallsfraktioner. Bolaget ser att Regeringens handlingsplan kommer främja mer klimatneutrala produkter inom bland annat bygg och fastighetssektorn, där glykol kan inkluderas. Regeringens handlingsplan innefattar också att cirkulär ekonomi skall premieras vid offentlig upphandling, vilket förväntas leda till ytterligare efterfrågan på Recyctecs lösningar då Bolaget kan kapitalisera på sin marknadsposition som det enda företaget i Sverige som renar och återvinner glykol.

REGULATORISK MEDVIND

Prognos och värdering: en sammanfattning

I ett Base scenario estimeras de totala intäkterna att uppgå till 27,5 MSEK år 2025, med ett EBITDA-resultat om ca 1,3 MSEK. Baserat på en applicerad målmultipel om EV/S 0,7x på 2025 års totala intäkter, samt en diskonteringsränta om 15 %, erhålls ett potentiellt nuvärde per aktie om 0,74 kr i ett Base scenario.

27,5 MSEK ESTIMERAD FÖRSÄLJNING ÅR 2025

Risker och finansiering

Recyctec verkar inom en nischad marknad som kännetecknas av låg konkurrens men med ett relativt homogent utbud. Förutom en marknadsrisk bedömer Analyst Group att Bolagets största risk är hänförligt till tillgången av tillväxtkapital för att kunna täcka Bolagets fasta kostnader. Vid utgången av Q3-23 uppgick kassan till ca 2 MSEK. Givet en konservativt antagen *burn rate* per månad om ca -0,4 MSEK till följd av att Recyctec har minskat kostnadsbasen, vilket är en högre *burn rate* per månad än Q2-23 om -0,2 MSEK (exklusive amorteringar), och en kassa om ca 2 MSEK vid utgången av Q3-23, estimeras Recyctec vara finansierade till under Q1-24, allt annat lika. Det ska dock tilläggas att om Bolaget kan fortsätta öka försäljningen och bibehålla kostnadsfokus samt effektivisera hanteringen av rörelsekapital, bör det bidra till ett stärkt kassaflöde, vilket i sig skulle bidra till en stärkt likviditet.

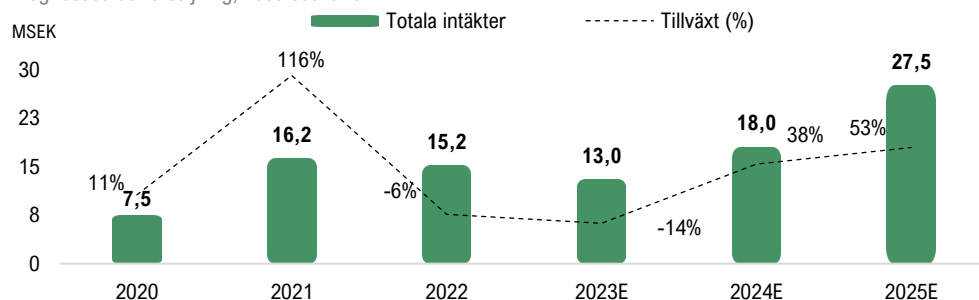
1. Glycol Market Size, Share & Trends Report, 2025 (grandviewresearch.com)

Omsättningsprognos åren 2023-2025

Under år 2022 uppgick Recyctecs totala intäkter till ca 15,2 MSEK, där merparten var hänförligt till Bolagets egna produkter inom ramen för EarthCare. Utöver försäljningen av egna produkter har Recyctec intäkter från andra intäktsben i form av intäkter från mottagningsavgift (ca 15 %) och storvolymförsäljning av teknisk glykol (ca 10 %). Framgent estimerar Analyst Group att intäkterna primärt förväntas utgöras av maximalt 10 % från mottagningsavgift och resterande från EarthCare. Inom ramen för EarthCare förväntas tillväxten primärt komma från fastighetsmarknaden i form av fastighetsglykol, där Recyctec uppskattar marknadspotentialen till ca 100 MSEK per år i Skandinavien och ca 1 mdSEK per år inom Nordeuropa. Vi bedömer att Recyctec under de kommande åren kommer att fokusera mer på försäljning och implementera en relativt offensiv säljstrategi genom att bland annat utöka sin bearbetning av distributörer i Sverige, men även internationellt. Utöver att växa på den svenska och norska marknaden, förväntas Recyctec fortsätta bredda sin skandinaviska närvaro, där Bolaget under åren 2023-2024 förväntas öka sin närvaro i såväl Finland som Danmark. Recyctec säljer primärt EarthCare via distributörer, och Analyst Group anser att Bolagets primära distributör Ahlsell, vilka har närvaro i samtliga ovannämnda skandinaviska länder, medför goda förutsättningar för Recyctec att växa i både Danmark och Finland under smidiga och kostnadseffektiva förhållanden framgent. Kylma är den senaste av Recyctecs partners som valt att teckna ett återförsäljaravtal vilket skapar möjligheter att växa ytterligare och stärka positionen för All-Inclusive. Inom ramen för Analyst Groups prognoser har vi valt att inte inkludera en eventuell tysk expansion samt att endast estimerar den huvudsakliga nettoomsättningen, och har därför valt att inte explicit inkludera Recyctecs andra intäktsposter såsom *Förändring av lager och produkter i arbete* samt *övriga rörelseintäkter* i prognoserna avseende 2024 och 2025. Sammantaget förväntas Recyctecs totala intäkter uppgå till 27,5 MSEK år 2025.

Recyctec förväntas kunna öka sin försäljning starkt under de kommande åren.

Prognostiserad försäljning, Base scenario



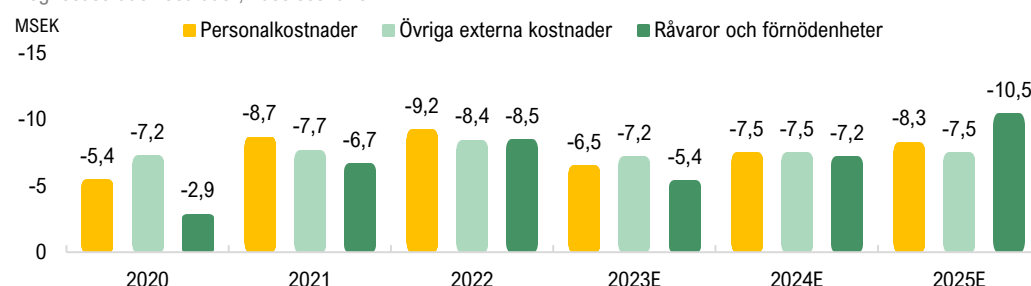
Analyst Groups prognoser

Brutto- och rörelsekostnader

Recyctec bedöms kunna höja sin bruttomarginal under kommande år, baserat på Bolagets affärsområde och produktmix, vilket bidrar till en god lönsamhet i rörelsen. Analyst Group bedömer att Bolagets rörelsekostnader idag primärt består av fasta kostnader såsom dess produktionsanläggning och att Bolagets framtida försäljningstillväxt inte kommer resultera i en motsvarande kostnadsutveckling för Bolaget. Under år 2022 uppgick Recyctecs totala personalkostnader till ca 9,2 MSEK, att jämföra med 8,7 MSEK år 2021. Recyctecs anläggning är skalbar och förväntas kunna hantera en ökad mängd glykol, vilket innebär att personalkostnader förväntas växa i en relativt lägre takt än omsättningen under de kommande åren. Sammantaget estimeras totala kostnader, exklusive avskrivningar, till 26,3 MSEK år 2025.

Recyctecs estimerade rörelsekostnader.

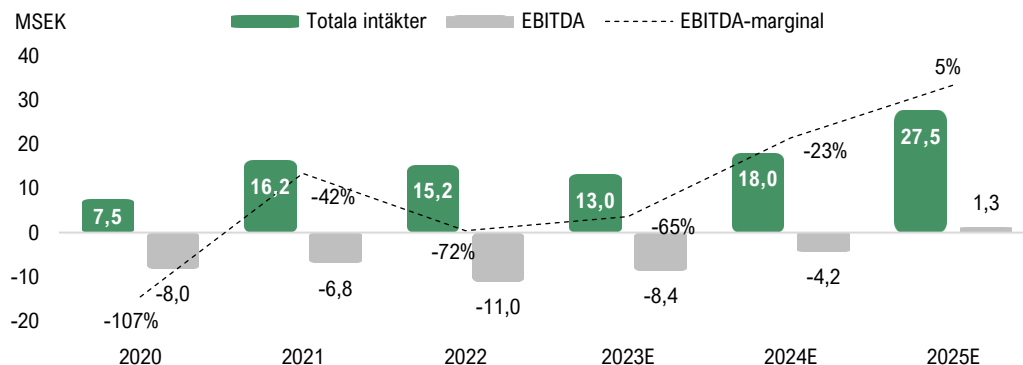
Prognostiserade kostnader, Base scenario



Analyst Groups prognoser

I ett Base scenario estimeras Recyctec nå ett positivt EBITDA-resultat mellan år 2024 och år 2025.

Finansiell prognos, Base scenario



Analyst Groups prognoser

Värdering

Recyctec är idag det ledande Bolaget i Sverige inom återvinning av glykol, och har en fördelaktig konkurrenssituation på den svenska marknaden som ett av få bolag i Norden som erbjuder rening och återvinning av glykol. Bolaget har dessutom egna färdiga produkter inom ramen för EarthCare, bland annat inom fastighetsglykol som anses vara bland de ledande i branschen. Marknaden som Recyctec verkar inom understöds också av en rad viktiga initiativ, däribland Regeringens handlingsplan för cirkulär ekonomi samt EU:s avfallsdirektiv. Recyctec ingår således i den kategorin bolag på den svenska börsen som har en stark hållbarhetsprofil, vilka under de senaste åren har fått ett allt större intresse bland investerare. Analyst Group menar på att denna trend kommer att fortsätta under de kommande åren och att Recyctec har en god position och potential att gynnas av den förstärkta gröna trenden. Då Recyctec anses vara ett bolag i tillväxtfas utgår värderingen från en försäljningsmultipl, *Enterprise-Value-to-Sales (EV/S)*, medan en *EV/EBITDA* eller *EV/EBIT*-multipl bedöms vara mer rättvisande när Bolaget nått en mognadsfas som karaktäriseras av lägre tillväxttakt och högre lönsamhet.

Det finns i dagsläget inga direkt konkurrerande bolag till Recyctec – men alternativa lösningar

Recyctec är idag det enda svenska CleanTech-bolaget som är verksamt och ledande inom återvinning av standardkemikalien glykol. Även om Recyctec är, till Analyst Groups kännedom, ensam på marknaden med att erbjuda en lösning för att rena redan använd glykol från industrin i den mån att glykolen kan återanvändas, går det samtidigt inte att utesluta att andra företag, med en väsentligt större resurstillgång, börjar utveckla eller konkurrera genom en liknande eller bättre lösning för att återanvända glykol och därigenom bearbeta samma kunder som Recyctec gör idag. Då glykol är ett riskavfall, omhändertaras detta av återvinningsföretag när väl glykol har förbrukats, givet att den inte transporteras till Recyctec. Av denna anledning, och för att ge värderingen av Recyctec perspektiv, har Analyst Group valt att, tillsammans med ett urval av svenska Green Tech-bolag, studera ett flertal globala återvinningsföretag, givet att dessa utgör alternativet till Recyctecs lösning och därmed, i viss mån, bearbetar potentiella kunder till Recyctec. På nästföljande sidan redogörs finansiell historik avseende dessa bolag, i syfte att sätta Recyctecs värdering i kontext.

Bolag	Market Cap (MSEK)	Nettoskuld (MSEK)	EV (MSEK)	Omsättning LTM-1	Omsättning LTM	Omsättnings-tillväxt Y-Y (%)	Bruttomarginal	EBITDA-marginal	P/S (LTM)	EV/S (LTM)
Saxlund	71	20	91	262,6	278	6%	26,5%	-5,4%	0,3x	0,3x
EcoRub	87	29	116	3,2	11	236%	87,3%	-103,3%	8,2x	11,0x
ECOMB	21	-1	20	4,4	6	30%	51,4%	-27,8%	3,7x	3,5x
Waste Management	730 216	215 802	946 017	203 682	211 014	4%	37,7%	27,8%	3,5x	4,5x
Republic Services	532 158	162 205	694 363	135 449	153 599	13%	39,6%	28,1%	3,5x	4,5x
Waste Connections	378 169	88 703	466 871	72 956	82 294	13%	40,3%	29,7%	4,6x	5,7x
GFL Environmental	111 814	80 615	192 429	51 265	57 520	12%	15,8%	5,0%	1,9x	3,3x
Tetra Tech	90 997	11 867	102 865	36 602	43 630	19%	16,1%	12,2%	2,1x	2,4x
Casella Waste Systems	51 215	10 421	61 636	11 048	12 329	12%	34,0%	20,0%	4,2x	5,0x
Enviri Corporation	5 570	16 084	21 653	19 723	21 045	7%	20,5%	11,7%	0,3x	1,0x
Civeo Corporation	3 432	1 356	4 789	7 280	7 251	0%	24,5%	13,0%	0,5x	0,7x
Quest Resource Holding	1 460	601	2 062	2 432	2 977	22%	17,3%	4,1%	0,5x	0,7x
Perma-Fix Environmental	1 104	117	1 221	743	878	18%	16,8%	2,7%	1,3x	1,4x
Högsta	730 216	215 802	946 017	203 682	211 014	236%	87,3%	29,7%	8,2x	11,0x
75e percentilen	111 814	80 615	192 429	51 265	57 520	19%	39,6%	20,0%	3,7x	4,5x
Medel	146 640	45 217	191 856	41 650	45 602	30%	32,9%	1,4%	2,6x	3,4x
Median	5 570	10 421	21 653	11 048	12 329	13%	26,5%	11,7%	2,1x	3,3x
25e percentilen	1 104	117	1 221	743	878	7%	17,3%	2,7%	0,5x	1,0x
Lägsta	21	-1	20	3	6	0%	15,8%	-103,3%	0,3x	0,3x
Recycotec	11,6	3,7	15,3	15,4	14,4	-6%	53,3%	-53,7%	0,8x	1,1x

Base scenario

Enligt Analyst Group handlar ett uppvärderingsscenario i Recycotec primärt om hur stark tillväxt samt marginaler Bolaget kan nå på sikt. Recycotec förväntas under 2023 genomföra ett antal aktiviteter för att effektivisera sin organisation, bland annat rörande ett effektivare säljarbete och en produktionsomläggning, varpå ett *break-even*-resultat i EBITDA på månadsbasis skulle kunna vara möjligt mot andra halvan av år 2024.

Mot medianen, är Recycotec ett väsentligt mindre bolag, vilket medför en lägre resurstillgång, större beroende av nyckelpersoner, en mindre diversifierad intäkts- och kundmix, samt sämre möjligheter till extern finansiering. Givet detta är en storleksrelaterad rabatt rättfärdigad. Vidare har Recycotec uppvisat en lägre omsättningstillväxt avseende rullande tolv månader jämfört med peer-bolagen, har en högre underliggande lönsamhet och en lägre EBITDA-marginal. Den finansiella risken bedöms även vara högre, dels givet Recyctecs rådande bolagsvärdering, dels givet att Recyctecs nettoskuld i förhållande till Market Cap är högre än medianvärdet (32 % mot 30 %).

I ett Base scenario estimeras de totala intäkter uppgå till 27,5 MSEK år 2025, med ett positivt EBITDA-resultat om 1,3 MSEK. Utifrån ovan resonemang anser Analyst Group, med hänsyn också tagen till en stark estimerad tillväxt och ett positivt estimerat EBITDA-resultat år 2025, att en målmultipel om EV/S 0,7x är motiverad. Givet estimerade totala intäkter och med en målmultipel om EV/S 0,7x, samt en diskonteringsränta om 15 %, motiveras ett nuvärde per aktie om 0,74 kr i ett Base scenario.

0,74 KR
BASE
SCENARIO

I ett Base scenario ser Analyst Group ett motiverat nuvärde om 0,74 kr per aktie.

Senast betalt och motiverat nuvärde per aktie i ett Base scenario.



Analyst Groups prognoser

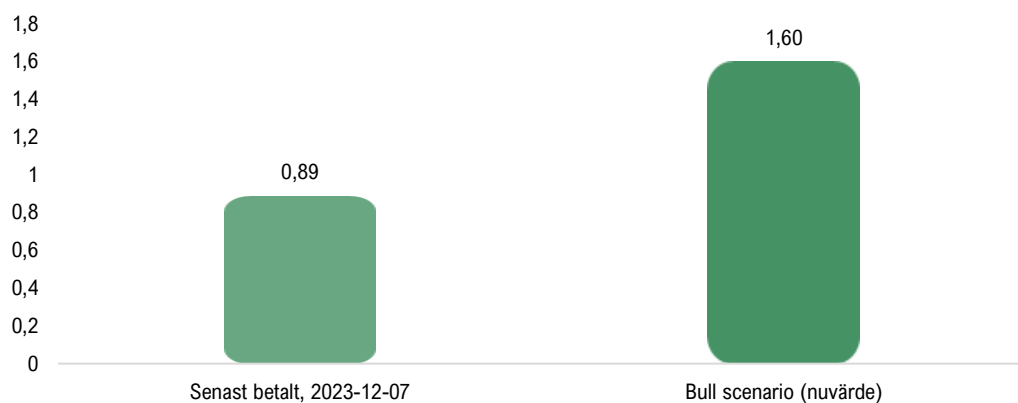
1,60 KR
BULL
SCENARIO

Bull scenario

I ett Bull scenario förväntas Recycotec kunna växa omsättningen med relativt hög kostnadseffektivitet inom ramen för sitt förbättringsarbete än i angivet Base scenario. Det är inte heller otänkbart att Bolaget kan komma att expandera med ytterligare en produktionsanläggning vilken skulle öka försäljningskapaciteten i ett Bull scenario. Analyst Group antar också ett optimistiskt scenario gällande Bolagets förmåga att stärka sin marginal genom att vidareutveckla sin fyllningsförmåga för emballerade produkter. Sammantaget estimeras totala intäkter uppgå till 35,8 MSEK år 2025 med ett EBITDA-resultat om 7,4 MSEK. Utifrån estimerade totala intäkter, vald EV/S-multipel om 0,9x samt en diskonteringsränta om 15 %, motiveras ett nuvärde per aktie om 1,60 kr i ett Bull scenario.

I ett Bull scenario ser Analyst Group ett motiverat nuvärde om 1,60 kr per aktie.

Senast betalt och motiverat nuvärde per aktie i ett Bull scenario.



Analyst Groups prognoser

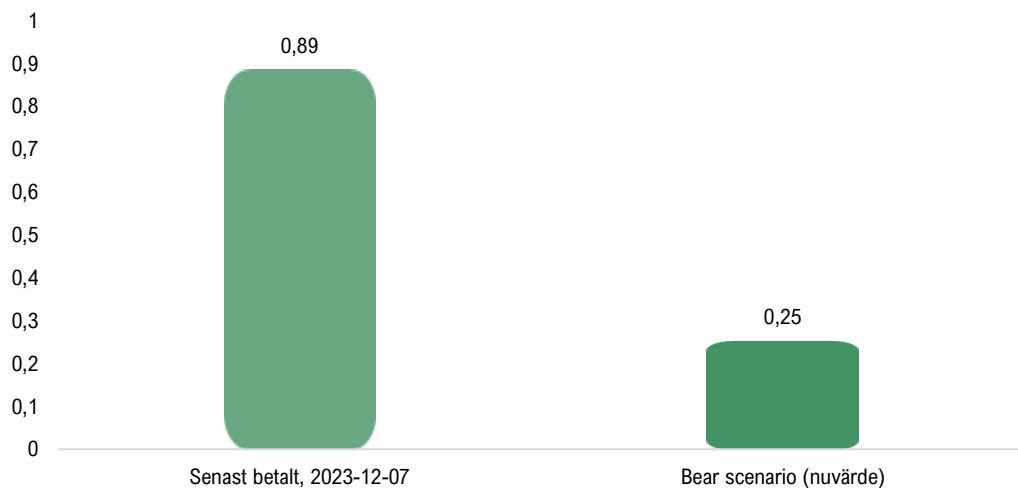
Bear scenario

0,25 KR
BEAR
SCENARIO

I ett angivet Bear scenario estimeras lägre påverkan från det initierade förbättringsarbetet samt svag försäljning på bland annat exportmarknaderna. Sammantaget estimeras totala intäkter uppgå till 19,7 MSEK år 2025, med ett EBITDA-resultat om -4,7 MSEK. Utifrån estimerad försäljning, samt en EV/S-multipel om 0,5x med en diskonteringsränta om 15 %, motiveras ett nuvärde per aktie om 0,25 kr i ett Bear scenario.

I ett Bear scenario ser Analyst Group ett motiverat nuvärde om 0,25 kr per aktie.

Senast betalt och motiverat nuvärde per aktie i ett Bear scenario.



Analyst Groups prognoser



Med nu tre kvartal rapporterade uppvisar ni totala intäkter (YTD) uppgående till 9,5 MSEK (10,3) och ett EBITDA-resultat om -4,7 MSEK (justerat för förlusten vid fastighetsförsäljningen). Över lag, är du tillfreds med vad Recyctec har presterat under året givet vad ni har kommunicerat för innevarande år och vad vill du lyfta fram?

Jag hade gärna sett att intäkterna varit minst i nivå med 2022. Dock håller vi uppe marginalen och det som jag framförallt är nöjd med är att vi har pressat ner kostnadsmassan. Detta gör att vi tar oss in i 2024 med en bra kostnadsnivå.

I slutet av år 2022 fördjupade ni ert samarbete med Ahlsell, vilka är den ledande tekniska distributören i Norden inom installationsprodukter, verktyg och maskiner. Hur tycker du att detta samarbete har fallit ut under år 2023 och finns det något ni kommer att ändra på inför 2024 för att öka tillväxt?

Vi har under hösten arbetat ännu mer aktivt med Ahlsells säljorganisation vilket vi nu börjar se resultatet av. Under 2023 har vi intensifierat samarbetet med Ahlsell i Norge där vi nu har möjlighet att erbjuda vårt All Inclusive koncept.

Kan du ge mer djupare insikt avseende den vanligaste responsen ni får från potentiella kunder/distributörer vilka uttrycker en optimism kring ert produkt erbjudande respektive de som väljer att avstå från att använda era produkter eller ingå partnerskap? Vad ser du för potential respektive utmaningar avseende detta framgent?

Vi upplever ett mycket stort intresse för våra produkter och ett stort intresse att diskutera hållbarhetsfrågor och cirkulär ekonomi.

Recyctec har sedan ett par år tillbaka initierat en marknadsetablering i Tyskland, en marknad som ni har för avsikt att expandera inom. Vad gör den tyska marknaden så intressant enligt dig och vilken potential ser du i landet för bolagets produkter kommande 1-3 åren?

Tidigare planer som har funnits gällande den tyska marknaden kommer vi att succesivt verkställa. Tyskland är en stor industrination och här finns en stor potential för vårt koncept.

Vad tycker du investerare bör hålla utkik efter avseende Recyctec under år 2024? Vad ser du som de största möjligheterna respektive utmaningarna?

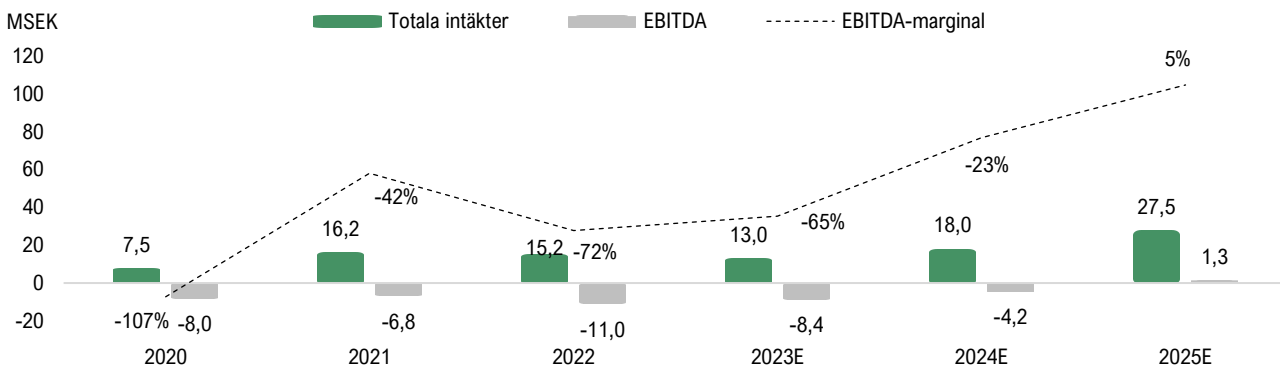
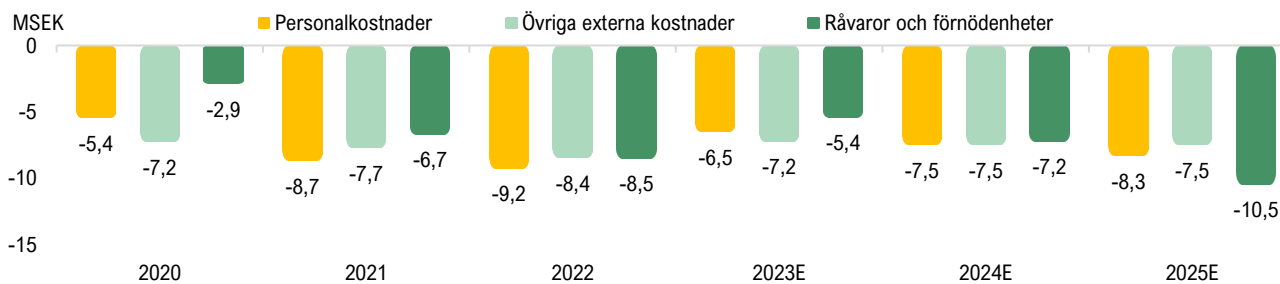
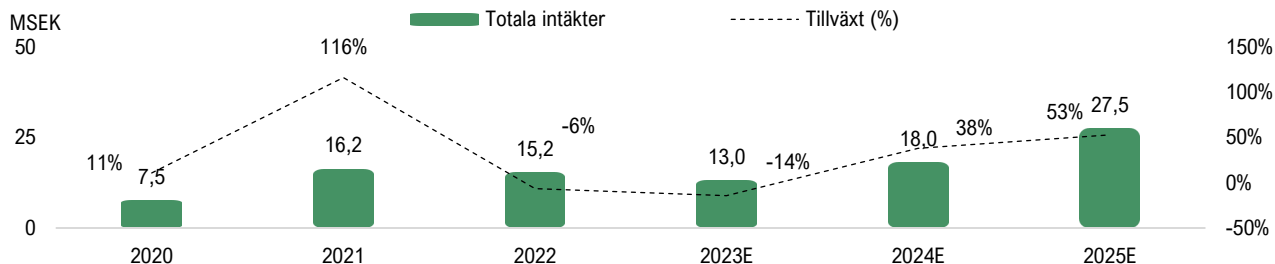
Vi kommer att lägga ännu mer fokus på försäljningen och marknadsföring. Parallellt med bearbetning av traditionella inköpskanaler kommer vi att bearbeta hållbarhetschefer och miljöchefer hos existerande och potentiella kunder.

Den 7 december 2023

Appendix

Base scenario (MSEK)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Periodens intäkter	6,8	7,5	16,2	15,2	13,0	18,0	27,5
Totala intäkter	6,8	7,5	16,2	15,2	13,0	18,0	27,5
Råvaror och förnödenheter	-2,5	-2,9	-6,7	-8,5	-5,4	-7,2	-10,5
Bruttoresultat	4,2	4,6	9,6	6,7	7,7	10,8	17,1
Bruttomarginal	63%	62%	59%	44%	59%	60%	62%
Övriga externa kostnader	-8,8	-7,2	-7,7	-8,4	-7,2	-7,5	-7,5
Personalkostnader	-7,3	-5,4	-8,7	-9,2	-6,5	-7,5	-8,3
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	-2,4	0,0	0,0
EBITDA	-11,8	-8,0	-6,8	-11,0	-8,4	-4,2	1,3
EBITDA-marginal	-175%	-107%	-42%	-72%	-65%	-23%	5%
Justerad EBITDA	-11,8	-8,0	-6,8	-11,0	-6,0	-4,2	1,3
Justerad EBITDA-marginal	-175%	-107%	-42%	-72%	-46%	-23%	5%
Av- och nedskrivningar	-3,0	-2,6	-2,7	-2,5	-2,5	-1,7	-1,7
EBIT	-14,9	-10,7	-9,5	-13,5	-10,9	-5,9	-0,5
EBIT-marginal	-220%	-142%	-58%	-89%	-84%	-33%	-2%
Finansnetto	-1,1	-0,5	-0,5	-1,5	-1,2	-0,7	-0,7
EBT	-16,0	-11,2	-10,0	-15,0	-12,1	-6,6	-1,2
EBT-marginal	-237%	-149%	-61%	-99%	-93%	-37%	-4%
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Årets resultat	-16,0	-11,2	-10,0	-15,0	-12,1	-6,6	-1,2
Nettomarginal	-237%	-149%	-61%	-99%	-93%	-37%	-4%

Base scenario (MSEK)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
P/S	1,5x	0,7x	0,8x	0,9x	0,6x	0,4x
EV/S	2,0x	0,9x	1,0x	1,2x	0,8x	0,6x
EV/EBITDA	-1,9x	-2,2x	-1,4x	-1,8x	-3,6x	12,2x



Appendix



Bull scenario (MSEK)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Periodens intäkter	6,8	7,5	16,2	15,2	14,3	20,7	35,8
Totala intäkter	6,8	7,5	16,2	15,2	14,3	20,7	35,8
Råvaror och förnödenheter	-2,5	-2,9	-6,7	-8,5	-5,5	-7,2	-12,2
Bruttoresultat	4,2	4,6	9,6	6,7	8,9	13,5	23,6
Bruttomarginal	63%	62%	59%	44%	62%	65%	66%
Övriga externa kostnader	-8,8	-7,2	-7,7	-8,4	-7,5	-7,5	-7,5
Personalkostnader	-7,3	-5,4	-8,7	-9,2	-6,7	-7,5	-8,7
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	-2,4	0,0	0,0
EBITDA	-11,8	-8,0	-6,8	-11,0	-7,7	-1,5	7,4
EBITDA-marginal	-175%	-107%	-42%	-72%	-54%	-7%	21%
Justerad EBITDA	-11,8	-8,0	-6,8	-11,0	-5,3	-1,5	7,4
	-175%	-107%	-42%	-72%	-37%	-7%	21%
Av- och nedskrivningar	-3,0	-2,6	-2,7	-2,5	-2,5	-1,7	-1,7
EBIT	-14,9	-10,7	-9,5	-13,5	-10,2	-3,2	5,7
EBIT-marginal	-220%	-142%	-58%	-89%	-71%	-16%	16%
Finansnetto	-1,1	-0,5	-0,5	-1,5	-1,2	-0,7	-0,7
EBT	-16,0	-11,2	-10,0	-15,0	-11,4	-3,9	5,0
EBT-marginal	-237%	-149%	-61%	-99%	-80%	-19%	14%
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Årets resultat	-16,0	-11,2	-10,0	-15,0	-11,4	-3,9	5,0
Nettomarginal	-237%	-149%	-61%	-99%	-80%	-19%	14%
Bull scenario (MSEK)		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
P/S		1,5x	0,7x	0,8x	0,8x	0,6x	0,3x
EV/S		2,0x	0,9x	1,0x	1,1x	0,7x	0,4x
EV/EBITDA		-1,9x	-2,2x	-1,4x	-2,0x	-9,9x	2,1x
Bear scenario (MSEK)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Periodens intäkter	6,8	7,5	16,2	15,2	12,0	15,3	19,3
Totala intäkter	6,8	7,5	16,2	15,2	12,0	15,3	19,3
Råvaror och förnödenheter	-2,5	-2,9	-6,7	-8,5	-5,2	-6,9	-8,5
Bruttoresultat	4,2	4,6	9,6	6,7	6,8	8,4	10,8
Bruttomarginal	63%	62%	59%	44%	57%	55%	56%
Övriga externa kostnader	-8,8	-7,2	-7,7	-8,4	-7,1	-7,5	-7,5
Personalkostnader	-7,3	-5,4	-8,7	-9,2	-6,4	-7,5	-8,0
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	-2,4	0,0	0,0
EBITDA	-11,8	-8,0	-6,8	-11,0	-9,1	-6,6	-4,7
EBITDA-marginal	-175%	-107%	-42%	-72%	-76%	-43%	-25%
Justerad EBITDA	-11,8	-8,0	-6,8	-11,0	-6,7	-6,6	-4,7
	-175%	-107%	-42%	-72%	-56%	-43%	-25%
Av- och nedskrivningar	-3,0	-2,6	-2,7	-2,5	-2,5	-1,7	-1,7
EBIT	-14,9	-10,7	-9,5	-13,5	-11,6	-8,3	-6,4
EBIT-marginal	-220%	-142%	-58%	-89%	-96%	-54%	-33%
Finansnetto	-1,1	-0,5	-0,5	-1,5	-1,2	-0,7	-0,7
EBT	-16,0	-11,2	-10,0	-15,0	-12,8	-9,0	-7,1
EBT-marginal	-237%	-149%	-61%	-99%	-106%	-59%	-37%
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Årets resultat	-16,0	-11,2	-10,0	-15,0	-12,8	-9,0	-7,1
Nettomarginal	-237%	-149%	-61%	-99%	-106%	-59%	-37%
Bear scenario (MSEK)		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
P/S		1,5x	0,7x	0,8x	1,0x	0,8x	0,6x
EV/S		2,0x	0,9x	1,0x	1,3x	1,0x	0,8x
EV/EBITDA		-1,9x	-2,2x	-1,4x	-1,7x	-2,3x	-3,2x

Disclaimer

Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument eller annan information härrörande AG Equity Research AB (vidare AG) är framställt i informations syfte, 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 fransäger 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 **Recycotec 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 2014-2023). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.