

## Ökade investeringar bäddar för stark tillväxt framgent

CirChem ("CirChem" eller "Bolaget") har nyligen stängt böckerna för Q2-24, ett kvartal präglad av fortsatt stark omsättningstillväxt (56 % Y-Y), strategiskt viktiga samarbetsavtal och en ökad kostnadsmassa bl.a. till följd av investeringar inför påbörjade leveranser från Stena Recycling Danmark. Den sistnämnda ordern är CirChems hittills största och omfattar cirka 4 000 ton lösningsmedelsavfall som avses renas och återvinnas under H2-24, vilket förväntas bidra till en markant intäktsökning under årets avslutande två kvartal. Bolaget har under Q2-24 stärkt kassan genom en riktad emission samt ett konvertibellån om sammanlagt 9,9 MSEK, vilket skapar finansiellt utrymme för tillväxtingsatsningar. Med en applicerad målmultipel om EV/EBITDA 10x på 2026 års estimerade EBITDA-resultat härleds ett motiverat värde per aktie vid utgången av år 2024 om 7,9 kr (8,6) i ett Base scenario.

### ▪ Signifikant intäktsökning förväntas under H2-24

Nettoomsättningen under Q2-24 uppgick till ca 1,5 MSEK (0,9), motsvarande en tillväxt om 56 % Y-Y. Även om tillväxttakten Y-Y har avtagit i jämförelse med föregående två kvartal, där tillväxten uppgick till 867 % under Q4-23 och 344 % under Q1-24, anser Analyst Group att tillväxten under Q2-24 är solid, särskilt med tanke på att en substantiell intäktsökning förväntas under H2-24, primärt driven av storordern från Stena Recycling Danmark. I rapporten nämns att Q3-24 har inletts starkt, vilket stärker tesen att Bolaget står inför en kraftig tillväxt under avslutningen av år 2024.

### ▪ Ökad kostnadsmassa till följd av ökade investeringar

Under Q2-24 ökade rörelsekostnaderna (exkl. avsk.) med 9 % Y-Y och 6 % Q-Q, uppgående till ca 6,2 MSEK (5,6) under kvartalet. Ökningen kan primärt tillskrivas ökade investeringar inför de påbörjade leveranserna från Stena Recycling Danmark, vilka förväntas generera god ROI framgent. Den ökade nettoomsättningen kompenserade dock för den, enligt Analyst Group, tillfälliga kostnadsökningen, vilket resulterade i en marginell minskning av det justerade EBIT-resultatet<sup>2</sup> om -1 % Y-Y.

### ▪ Erhållit en omfattande order från Stena Recycling Danmark

CirChem har under Q2-24 mottagit den första internationella ordern, tillika den största enskilda ordern hittills, från Stena Recycling Danmark, omfattande hantering av ca 4 000 ton lösningsmedelsavfall som förväntas levereras under H2-24. En avgörande faktor bakom ordern bedöms vara CirChems *first-mover-advantage*, till följd av att Bolaget innehar den enda anläggningen i Norden som kan återvinna lösningsmedel i industriell skala. Ordern förväntas ge ringar på vattnet i form av ytterligare engångsordrar av liknande dignitet från fler aktörer.

### ▪ Reviderat värderingsintervall

Årets operativa framsteg banar väg för fortsatt kraftig tillväxt, en förutsättning för att nå *break-even* och sedermera realisera den underliggande skalbarheten i affärsmodellen. Analyst Group väljer att göra mindre justeringar i våra antaganden samt diskonteringsränta, vilket tillsammans med ett ökat antal aktier efter den riktade emissionen resulterar i reviderade värderingar i samtliga tre scenarier: Base-, Bull- och Bear.

### VÄRDERINGSINTERVALL 2024 ÅRS ESTIMAT

**Bear**  
1,8 kr

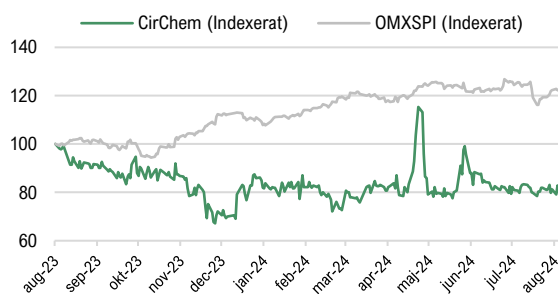
**Base**  
7,9 kr

**Bull**  
11,4 kr

### NYCKELDATA

Senast betalt (2024-08-22)	2,71
Antal Aktier (st.)	31 167 431
Market Cap (MSEK)	84,5
Nettokassa(-)/skuld(+) MSEK	0,7
Enterprise Value (MSEK)	85,1
Lista	Nasdaq First North Growth Market
Kvartalsrapport 3 2024	2024-11-14

### KURSENTVECKLING



### HUVUDÄGARE (2024-06-30)

Anders Wiger	9,7 %
QQM Fund Management AB	8,8 %
ALMI Invest Fond SI AB	8,2 %
Johan Norell Bergendahl	6,9 %
Håkan Jensen	5,2 %

PROGNOS (BASE), MSEK	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	0,1	0,6	5,7	22,7	75,8	151,5
<b>Bruttoresultat<sup>1</sup></b>	<b>2,7</b>	<b>3,0</b>	<b>3,2</b>	<b>10,6</b>	<b>28,8</b>	<b>61,4</b>
Bruttomarginal (adj.) <sup>2</sup>	neg.	neg.	34,9%	36,0%	38,0%	40,5%
Rörelsekostnader	-19,5	-22,9	-18,7	-21,7	-26,4	-30,4
<b>EBITDA<sup>1</sup></b>	<b>-16,7</b>	<b>-19,9</b>	<b>-15,6</b>	<b>-11,2</b>	<b>2,4</b>	<b>31,0</b>
EBITDA-marginal (adj.) <sup>2</sup>	neg.	neg.	neg.	neg.	3,2%	20,4%
P/S	982,1	142,9	14,7	3,7	1,1	0,6
EV/S	989,8	144,0	14,8	3,7	1,1	0,6
EV/EBITDA	-5,1	-4,3	-5,5	-7,6	35,0	2,7

<sup>1</sup>Inkl. aktiverat arbete och övriga intäkter.

<sup>2</sup>Exkl. aktiverat arbete och övriga intäkter.

# Introduktion

## Innehållsförteckning

Kommentar Q2-rapport	3-4
Investeringsidé	5
Bolagsbeskrivning	6-7
Marknadsanalys	8-9
Finansiell prognos	10-13
Värdering	14
Bull & Bear scenario	15
Ledning & Styrelse	16
Appendix	17-19
Disclaimer	20

### OM BOLAGET

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 resurs-effektivitet 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.

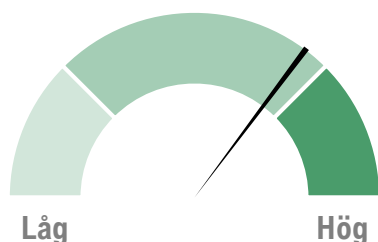
### VD OCH ORDFÖRANDE

Verkställande Direktör	Petra Sas
Styrelseordförande	Mats Persson

### ANALYTIKER

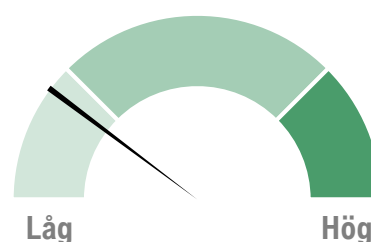
Namn	Oscar Mårdh
Telefon	+46 76 044 29 70
E-mail	oscar.mardh@analystgroup.se

### Värde drivare



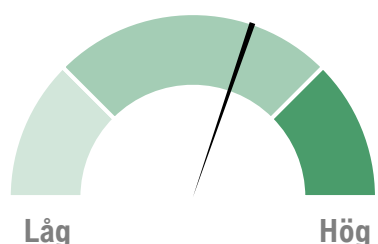
CirChem har en etablerad anläggning på plats med tillstånd att hantera en volym om upp till 20 000 ton per år. Utifrån ramavtalet som slöts med Stena Recycling under Q4-22, omfattande upp till 15 000 ton per år, finns goda möjligheter att skala upp volymerna med denna betydande referenskund. Vidare genomför CirChem för närvarande ett pilotprojekt med en ledande aktör inom färgindustrin avseende en sluten kretsloppslösning, vilket har potential att konverteras till en konkret affär. Ytterligare värde drivare framgent består av större engångsordrar i liknande dignitet som den Bolaget erhöll från Stena Recycling Danmark under Q2-24.

### Lönsamhet



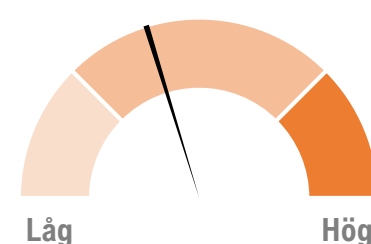
CirChem har under de senaste åren arbetat intensivt med att utveckla och färdigställa Bolagets första anläggning som är uppförd i Vargön, Sverige. Den nuvarande försäljningen är blygsam, om än kraftigt växande, varför rådande rörelsekostnader ger upphov till ett negativt resultat. Det operativa kassaflödet 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



Petra Sas som varit styrelseledamot i CirChem sedan en tid tillbaka blev under hösten 2022 in i rollen som interim VD (ordinarie VD sedan december 2023), där vi ser att Petra har erfarenheter som lämpar sig väl nu när CirChem går in i en tillväxtfas. Under år 2023 och år 2024 har Petra dessutom köpt aktier vid flertalet tillfällen i CirChem, vilket vi anser sänder en bra signal. 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.

### Risk



Under Q2-24 genomförde Bolaget en riktad nyemission om ca 5,9 MSEK och upptog ett konvertibellån om 4 MSEK. Vidare har teckningsoptioner emitterats med inlösen under Q4-24 respektive Q3-25, vilket kan tillföra Bolaget 7 MSEK vid full teckning och således stärka balansräkningen ytterligare. Kapitalanskaffningen skapar finansiellt spelrum för Bolaget att lyckas exekvera på erhållna ordrar samt nå break even, vilket Analyst Group estimerar ske under år 2025.

# Kommentar Q2-rapport

**56 %**  
Tillväxt Y-Y

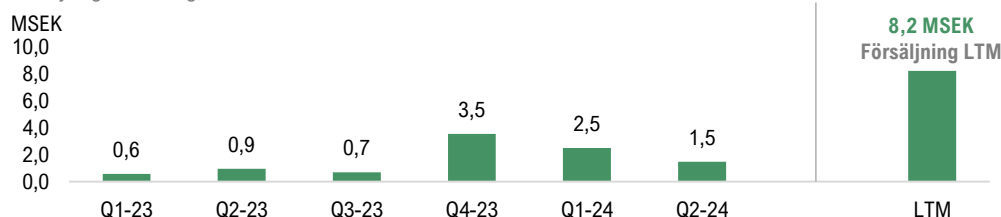
Under det andra kvartalet 2024 uppgick CirChems nettoomsättning till 1 483 tSEK (949), vilket motsvarar en tillväxt om 56 % Y-Y. CirChems omsättning under H1-24 uppgår till 3 989 tSEK, vilket i relation till nettoomsättningen under H1-23 (1 513 tSEK) illustrerar ett starkt operativt momentum. Intäkterna under Q2-24 är hänförliga till försäljning av återvunna lösningsmedel, både från återkommande avfallsströmmar och enskilda ordrar i form av styckegods. Den starka tillväxttakt som uppvisats under föregående kvartal, där Bolaget växte 867 % Y-Y under Q4-23 och 344 % Y-Y under Q1-24, har mattats av något under Q2-24. Värt att betona är dock att föregående kvartals jämförelsesiffror var enklare, samt att kvartalets (Q2-24) erhållna ordrar förväntas börja generera signifikanta intäkter först under H2-24. I VD-ordet betonas att Bolaget ser en stark inledning av årets tredje kvartal, vilket bådär gott inför resterande år 2024.

**+9 % Y-Y**  
Rörelsekostnader  
(exkl. avskrivningar)

CirChem rapporterade ett rörelseresultat (EBIT) om -2 487 tSEK (-4 644), vilket motsvarar en förbättring om ca 46 % Y-Y. Justerat för aktiverat arbete och övriga rörelseintäkter samt kostnader uppgick rörelseresultatet till -4 662 tSEK (-4 688), motsvarande en marginell minskning om -1 %. Det minskade justerade rörelseresultatet Y-Y är hänförlig till en ökad kostnadsmassa under Q2-24, där Bolagets totala rörelsekostnader (exkl. avskrivningar) uppgick till -6 161 tSEK (-5 629), motsvarande en ökning om ca 9 % Y-Y, samt en kostnadsökning om ca 6 % Q-Q. Det planerade underhållet av anläggningen i Vargön som skedde under maj månad har belastat kostnadsmassan under Q2-24, samt ökade investeringar inför påbörjade leveranser från Stena Recycling Danmark, en affär som förväntas generera signifikanta intäkter under H2-24. Analyst Group anser att den ökade kostnadsmassan ej är oroväckande, då merparten av de ökade kostnaderna krattar manegen för ett ökat kapacitetsutnyttjande, vilket sedermera förväntas resultera i kraftig tillväxt under andra halvan av år 2024.

## Tillväxttakten har mattats av något men går fortsatt åt rätt håll.

Försäljningsutveckling, Q-Q och LTM



Analyst Groups prognos

## Tecknat avtal med ledande aktör inom fordonsindustrin

CirChem har under Q2-24 tecknat ett treårigt avtal med en ledande fordonstillverkare, avseende cirkulär återvinning av lösningsmedel i ett slutet kretslopp, vilket förväntas generera årliga återkommande intäkter om minst 4,4 MSEK, motsvarande totalt 13,2 MSEK över en treårsperiod. En intressant notering är att Bolaget i rapporten tydliggör att det rör sig om en ledande tillverkare av tunga fordon, vilket minskar spekulationen om vilken tänkbar aktör det kan handla om. I Sverige finns två av världens största tillverkare av tunga fordon: Volvo och Scania, och Analyst Group finner det sannolikt att motparten kan vara en av dessa aktörer. Leveranserna förväntas påbörjas under Q4-24, genom detta avtal blir CirChem ensam leverantör av lösningsmedel till samarbetspartnern, vilket skapar starka inlåsnings effekter. Vidare innebär avtalet att CirChem tar ett betydande steg in i ett nytt marknadssegment och samtidigt stärker Bolagets position som en ledande leverantör av cirkulära lösningar. Ett avtal med en ledande aktör inom tillverkning av tunga fordon kan även agera som en viktig referenskund framgent, vilket skulle kunna minska barriären för andra aktörer inom samma bransch att satsa på liknande lösningar.

## Erhållit den största enskilda ordern hittills - nytt samarbete med Stena Recycling Danmark

Under kvartalet meddelade CirChem att Bolaget även erhållit den första internationella ordern, tillika den största enskilda ordern hittills, ett resultat av en offentlig upphandling som Stena Recycling Danmark vunnit i ett unikt samarbete med CirChem. Ordern omfattar hantering av ca 4 000 ton lösningsmedelsavfall som avses att renas och återvinnas under H2-24 vid Bolagets anläggning i Vargön. Ordern markerar en betydande milstolpe då Bolaget tar ett kliv ut på den internationella marknaden och befäster den starka marknadspositionen i Norden. Ordern påvisar vikten av Bolagets first-mover-advantage som följer av den enda anläggningen i Norden som kan återvinna lösningsmedel i industriell skala. Givet att CirChem exekverar väl på denna order, och således visar att Bolaget är en partner att räkna med, bedömer Analyst Group att det kan ge ringar på vattnet i form av ytterligare engångsordrar av liknande dignitet från fler aktörer.

Treårigt avtal med  
återkommande intäkter  
om 4,4 MSEK/år

Enskild order  
omfattande  
4 000 ton  
lösningsmedel

# Kommentar Q2-rapport

## Pilotprojekt med en ledande aktör inom färgindustrin - potential att konverteras till en konkret affär

Pilotprojekt kan konverteras till konkret affär

Ett liknande pilotprojekt, som resulterade i ett treårigt avtal med fordonstillverkaren, har inletts med en ledande aktör inom färgindustrin. Även detta projekt syftar till en sluten kretsloppslösning, där samarbetsparten vill utvärdera både kvaliteten och logistiken för den cirkulära återvinningen av lösningsmedel. Då pilotprojektet med fordonstillverkaren resulterade i en flerårig betydande affär, så finns det gynnsamma förutsättningar att ett liknande händelseförlopp kan bli realitet med aktören inom färgindustrin, då avtalet med fordonstillverkaren validerar tekniken och CirChems lösning och utgör därmed en viktig referenskund. En potentiell konkret affär med aktören inom färgindustrin utgör således en viktig trigger att beakta i närtid.

## Beviljas markköp för utökning av anläggningen

Beviljat markköp förväntas utöka markytan med 20%

I maj erhöll CirChem positiva besked från Vänersborgs kommun, då Bolaget beviljades ansökan om att förvärva ytterligare mark från kommunen, i syfte att öka Bolagets anläggningsyta med ca 20 %. Den nya marken avses primärt att nyttjas till att bygga ut lagringsutrymmet, vilket skapar ytterligare förutsättningar för CirChem att möta den ökade efterfrågan och således hantera större volymer lösningsmedel. Bolagets proaktiva strategi för att succesivt utöka kapaciteten är en vital beståndsdel i resan mot ett högre kapacitetsutnyttjande och följaktligen en högre försäljning.

## Den finansiella ställningen har stärkts genom en riktad nyemission

Riktad emission och konvertibellån har stärkt kassan med 9,9 MSEK

I syfte att stärka likviditeten och utöka den finansiella flexibiliteten för att genomföra nödvändiga investeringar beslutade Bolaget under Q2-24 att genomföra en riktad nyemission samt att uppta ett konvertibellån, vilket tillförde Bolaget 5,9 MSEK respektive 4 MSEK. I samband med den riktade nyemissionen emitterade Bolaget även vederlagsfria teckningsoptioner med inlösen under Q4-24 respektive Q3-25, vilket kan tillföra Bolaget 7 MSEK vid full teckning och därmed ytterligare stärka balansräkningen. Nettolikviden från emissionen samt det konvertibla lånet avses användas till uppskalning och utbyggnad av en ny produktionslina, särskilt anpassad för att möta behoven inom fordons- och färgindustrin, i syfte att kunna hantera den ökande efterfrågan och säkerställa framtida leveranser.

Sett till det fria kassaflödet (FCFF) uppgick detta till -7 206 tSEK (4 319) under Q2-24, där förändringar i rörelsekapital (-2 345 tSEK) och ökade investeringar (CAPEX) om -2 136 tSEK satte press på kassaflödet. De ökade investeringarna är som tidigare nämnts hänförliga till bl.a. uppskalning och utbyggnation av en ny produktionslina, vilket är nödvändigt för att kunna hantera den ökade efterfrågan. Givet att förändringar i rörelsekapital varierar kraftigt mellan kvartalen, samt att ovan nämnda investeringar förväntas generera god ROI framgent, bedömer Analyst Group att det negativa fria kassaflödet under kvartalet inte är oroväckande.

Solid finansiell ställning

Med en kassa om 14 042 tSEK vid utgången av Q2-24, samt räntebärande skulder om ca 14 700 tSEK, varav 4 000 tSEK avser konvertibelt lån, uppgår Bolagets nettoskuld till 658 tSEK. Värt att notera är att CirChem beviljades klimatinvesteringsstöd av Naturvårdsverket om 12 MSEK under Q2-23, där 3 MSEK ännu inte har utbetalats. Med det starka momentum som för närvarande råder i termer av vunna engångsordrar och avtal som förväntas generera återkommande intäktsströmmar, tillsammans med en balansräkning som nyligen stärkts, anser Analyst Group att CirChem har en solid finansiell ställning. CirChem har även tillgång till ytterligare skuldfinansiering och kan därutöver tillföras kapital från kommande optionsinlösen under Q4-24 och Q3-25, vilket skulle utöka den finansiella flexibiliteten ytterligare.

**Sammanfattningsvis** anser Analyst Group att Bolaget tagit fortsatta steg i rätt riktning, vilket demonstreras av den hittills största enskilda ordern samt det lukrativa samarbetsavtalet med en ledande aktör inom fordonsindustrin. Även om ökade satsningar leder till en ökande kostnads massa och hämmar det fria kassaflödet i det korta perspektivet, anser Analyst Group att dessa aktiviteter befäster Bolagets starka ställning på marknaden och bäddar för stark tillväxt framgent, när ovan nämnda affärer konverteras till intäkter. Med en stärkt balansräkning i kölvattnet av den riktade emissionen samt konvertibellånet, har Bolaget en god grund att stå på i takt med att efterfrågan på CirChems hållbara lösningar ökar.

# Investeringsidé

## First mover advantage

### Inträdesbarriär och inläsningseffekter 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 utbyggt 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.

## Miljöaspekten ger CirChem en stor fördel

### 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 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.

### Genombrottsavtal med Stena Recycling

Under Q4-22 tecknade CirChem ett betydande ramavtal med Stena Recycling, innefattande rening av löpande insamlat lösningsmedel, motsvarande en volym om upp till 15 000 ton per år, där CirChems intäkter genereras i samband med försäljning av det renade, återvunna lösningsmedlet till industrin. Avtalet säkerställer således att CirChem har tillgång till "insatsvaran", varpå det nu handlar om att maximera befintliga säljavtal. Under Q2-24 tog CirChem ett kliv ut på den internationella marknaden, då Bolaget erhöll en order omfattande hantering av ca 4 000 ton lösningsmedelsavfall från Stena Recycling Danmark, vilket är den hittills största enskilda ordern Bolaget mottagit.

### Ett flertal kundavtal på plats – fler att vänta

CirChem har säkrat flera strategiskt viktiga kundavtal, bl.a. med Swed Handling, Titab Pac och Gryaab, som omfattar leverans av återvunna lösningsmedel. Specifikt innefattar avtalet med Swed Handling leverans av 220 ton återvunnen acetone per år, medan ramavtalet med Titab Pac avser 600 ton återvunnet lösningsmedel per år, där det sistnämnda avtalet kan generera upp till cirka 300 MSEK i intäkter över en femårsperiod. Ramavtalet med Gryaab, som omfattar CirChem och ytterligare en part, kan generera ett årligt ordervärde på upp till 15 MSEK över fyra år, dock utan volymgarantier. Under Q2-24 tog CirChem ytterligare ett steg framåt genom att teckna ett avtal med en ledande fordonstillverkare om lägst 4,4 MSEK per år under en treårsperiod. Detta avtal är baserat på en sluten kretsloppsprocess där CirChem renar och återvinner kontaminerat lösningsmedel för återanvändning av samma aktör. Parallellt driver Bolaget för närvarande ett pilotprojekt med en ledande aktör inom färgindustrin, vilket kan leda till ytterligare affärsmöjligheter inom kretsloppslösningar. Med ovan nämnda avtal på plats är CirChem väl positionerat för att optimera anläggningen och exekvera på befintliga avtal, vilket kan skapa möjligheter för fler avtal av liknande dignitet. Med tekniken validerad och avtal på plats anser Analyst Group att CirChem visat prov på förmågan att bygga en stark portfölj av fleråriga avtal som förväntas generera repetitiva intäktsströmmar.

### Prognos och värdering

I ett Base scenario estimeras försäljningen stiga från ca 6 MSEK under år 2023 till närmare 152 MSEK år 2026, med ett EBITDA-resultat om ca 31 MSEK. Utifrån en applicerad målmultipel om EV/EBITDA 10 och en antagen diskonteringsränta om 12,2 %, erhålls ett motiverat värde per aktie om 7,9 kr vid utgången av år 2024.

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten





# 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 kunderna. Dessutom får CirChem en produkt att rena och sälja tillbaka till befintlig kund eller andra företag, genom så kallade cirkulära lösningar, samtidigt som miljön besparas stora utsläpp, varför CirChems affärsmodell därmed gynnar samtliga parter och skapar en "win-win-win"-situation för CirChem, kunden och miljön.

**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 årstons avfall
- Försäljningsavtal om högst 320 MSEK under avtalsperioden<sup>1</sup>
- Maximera Vargöns anläggningskapacitet
- Expandera med fler anläggningar

När industriföretag köper in lösningsmedel från leverantörer och använder det i produktionen uppstår en restprodukt som inte förbrukas, vilken slutar upp som en kontaminerad blandning kallad *lösningssmedelsavfall*. 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, vilket skapar kostnader i två ändrar. Istället för att företaget skulle bränna lösningssmedelsavfallet är CirChems affärsmodell att ta emot det kontaminerade lösningsmedlet och återvinna detta genom att avlägsna kontaminerande kemikalier, vilket sker genom ett antal processer, däribland filtrering och destillering. CirChems förmåga att återvinna kontaminerat lösningsmedel varierar betydligt beroende på ursprunget. Bolaget kan i vissa fall rena upp till ca 80 % av lösningssmedelsavfallet, medan avfall från specifika branscher, såsom läkemedelsbranschen, ofta innehåller en hög vattenhalt vilket kan leda till en återvinningsgrad om ca 30 %. När CirChem implementerar en sluten kretslopps lösning för kunden, kompletteras den återstående delen av avfallet med nytt inköpt lösningsmedel. Detta säkerställer att CirChem kan leverera tillbaka motsvarande volym av renat lösningsmedel till kunden, vilket gör det möjligt för kunden att använda CirChem som single-source-leverantör och undvika komplexiteten med flera leverantörer inom lösningssmedelsförsörjningen. Oaktat återvinningsgrad kan CirChem, efter att ha tagit emot, renat och återvunnit det kontaminerade lösningsmedlet, erbjuda en tekniskt ren produkt tillbaka till samma aktör eller sälja lösningssmedlet till andra aktörer inom industrin. En central del av CirChems cirkulära affärsmodell är att denna återvinningsprocess är evig, vilket innebär att den kan upprepas ett oändligt antal gånger, ett tydligt bevis på "win-win-win"-situationen för CirChem, Bolagets kunder och miljön.

Vissa aktörer som lämnar in kontaminerat lösningssmedelavfall till CirChem har inte möjlighet att ta emot det återvinna lösningssmedlet av regulatoriska krav, vilket ofta är fallet inom läkemedelsindustrin, varför CirChem i dessa fall kan sälja det återvinna lösningssmedlet till en aktör inom en annan industri. Det är värt att notera att CirChem säljer en stor del av det återvinna lösningssmedlet på termin och endast accepterar lösningssmedelsavfall där Bolaget bedömer att vidareförsäljningspotentialen är hög, vilket Bolaget besitter god kännedom om. I vissa fall är det inte möjligt att sälja det återvinna lösningssmedlet till andra aktörer, exempelvis på grund av dess specifika kemiska sammansättning, varför CirChem i sådana situationer antingen erbjuder en sluten kretslopps lösning där det rena och återvinna avfallet återgår till samarbetspartnern för återanvändning, alternativt avböjer att ta emot avfallet.

<sup>1</sup>Avtalet med Titab Pac kan generera upp till 60 MSEK årligen över fem år. Ramavtalet med Gryaab kan generera ett ordervärde upp till 15 MSEK årligen över fyra år, där detta omfattar, utan volymgarantier, CirChem och ytterligare en part. Analyst Group antar därför konservativt att endast 5 MSEK i genomsnitt tillfaller CirChem från detta ramavtal.

# Bolagsbeskrivning

## Starka inlåsnings effekter bäddar för återkommande intäktsströmmar

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 en stark inlåsnings effekt, då en kund troligen inte skulle investera resurser i att byta leverantör om de är nöjda med den kvalitet som CirChem levererar. Den starka inlåsnings effekten är extra påtaglig i de avtal som rör slutna kretslopps lösningar, där CirChem inte enbart tar emot och renar kontaminerat lösningsmedel, utan även blir leverantör av återvunnet lösningsmedel, vilket resulterar i höga byteskostnader för kunderna, vilket förväntas leda till återkommande intäktsströmmar, tillika kassaflöden, under flera år.

Höga  
byteskostnader  
för kunderna

## Stark Know-How och First Mover Advantage breddar gapet till konkurrenter

CirChem verkar i en bransch som präglas av strikta regleringar och krav på omfattande tillstånd för att hantera ett brett spektrum av avfallsströmmar. Bolaget har en unik fördel i att ha den enda anläggningen i Norden som kan hantera kontaminerat avfall i industriell skala, vilket skapar ett betydande *First Mover Advantage* gentemot konkurrenterna. Då det krävs betydande investeringar, både i form av kapital för att etablera en modern anläggning och i form av tid för att erhålla nödvändiga tillstånd, skapas gynnsamma förutsättningar för CirChem att ytterligare öka försprånget gentemot konkurrenter. Givet att CirChem exekverar på ingånga samarbetsavtal sätter det Bolaget på kartan som en pålitlig aktör, och med nuvarande samarbetsavtal på plats anser Analyst Group att en potentiell ketchupeffekt kan inträffa, där endast några få samarbetsavtal av liknande magnitud skulle kunna leda till en betydande intäkt- och resultatökning.

Enda  
anläggningen i  
Norden som  
hanterar avfall i  
industriell skala

CirChems styrka ligger också i nyckelpersoners djupa kompetens och know-how inom processkemi samt omfattande erfarenhet inom branschen. Denna expertis är en central beståndsdel när anläggningen ska optimeras för att hantera en mångfald av kemiska lösningar i avfallsströmmarna. Därutöver är CirChems modulära anläggningsdesign en strategisk fördel, vilket gör det möjligt för Bolaget att snabbt skala upp produktionskapaciteten genom att addera utrustning och bygga nya produktionslinor för att mitigera eventuella flaskhalsar inom produktionen.

## Finansiella mål och strategiska utsikter

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 lösningsmedelsavfall per år. Rent finansiellt estimerar CirChem att en kapacitet om 25 000 ton/år, givet optimal mix av inlöden och full anläggningsoptimering, kan generera en omsättning om 250 MSEK med en EBITDA-marginal om 15 %, motsvarande ett EBITDA-resultat om 37,5 MSEK. Bolagets målsättning är att skapa en bred portfölj av samarbetsavtal med en generell varaktighet om ca 3-5 år, och därigenom generera repetitiva intäkter. Dessutom strävar Bolaget efter att ha kapacitet att hantera större engångs-order, liknande ordern från Stena Recycling Danmark som tillkännagavs under Q2-24, för att ytterligare skapa tillväxt.

Givet att Bolaget exekverar på de uttalade målen finns en gynnsam *risk/reward* i aktien.

Illustrativ bild av CirChems kort- och långsiktiga mål



Bredda portföljen  
med samarbetsavtal



Nå break-even



Utöka kapaciteten  
till 25 000 ton/år



250 MSEK  
i omsättning

Kort sikt

Lång sikt

Analyst Groups illustration

# Marknadsanalys

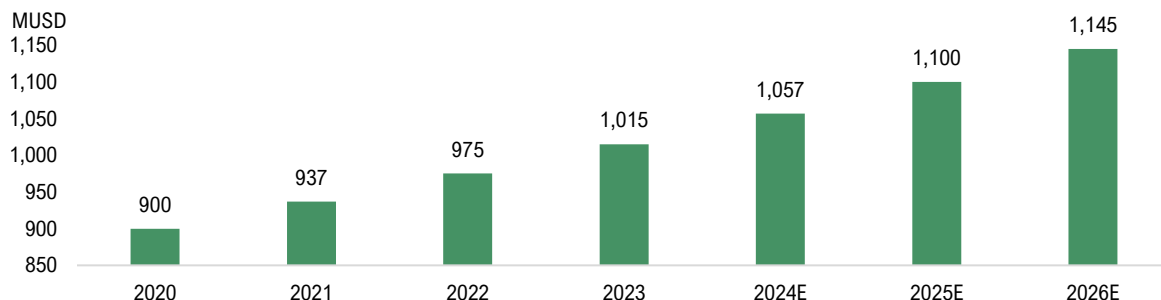
CirChem verkar inom marknaden för lösningsmedel, som främst används inom tillverkningsindustri, kemisk industri, livsmedelsindustri samt läkemedelsindustrin. Bara i Sverige nyttjas över 1,2 miljoner ton lösningsmedel varje år och CirChem bedömer att minst 10 % av dessa lösningsmedel är adresserbara för 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 förväntas uppvisa en årlig tillväxttakt (CAGR) om 11,7 % mellan åren 2020-2027, för att år 2027 uppnå ett marknadsvärde om ca 241 mdUSD.<sup>1</sup> Industriell alkohol har flera användningsområden inom läkemedelsindustrin, personlig vård och den kemiska industrin, där förbrukningen av dessa lösningsmedel utgör en ansenlig kostnad för industriföretag att förbränna eller uppjobba 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 76 MSEK (2024-05-20), hade således enbart en mindre andel av denna marknad inneburit ett betydande värde för CirChem.

**~1 145 mdUSD**  
Marknaden för återvinning av lösningsmedel 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)

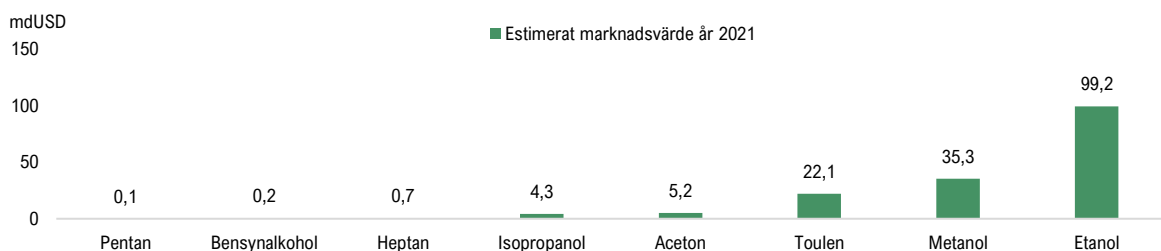


Källa: Markets and Markets – Solvent Recycling Market Size 2020, [...], Forecast 2020-2026

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 99 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	4,3 mdUSD	Hög
Aceton	5,2 mdUSD	Hög
Toulén	22,1 mdUSD	Låg till medelhög
Metanol	35,3 mdUSD	Medelhög
Etanol	99,2 mdUSD	Hög

Källa: uppskattade marknadsvärden utifrån CirChem Prospekt, 2023.

<https://www.fortunebusinessinsights.com/industrial-alcohol-market-103917>



# 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 inlåsningseffekt inom branschen råder. Vidare kännetecknas branschen som CirChem opererar inom av att ha höga inträdesbarriärer, då konkurrenter behöver designa och optimera en ny fungerande anläggning att bedriva verksamheten samt erhålla nödvändiga tillstånd, som kan vara tidskrävande. CirChem har idag den enda kommersiella anläggningen i 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 sedan 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 Prognos

**Betydande  
CAPEX-  
investeringar  
gjordes mellan  
åren 2019-2020**

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 och under år 2023 har vi kunnat se en successivt stigande försäljning. Resultatmässigt har CirChem kunnat verka med en relativt låg operativ *burn rate*, med låg 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. Grundinvesteringarna har således tagits varför det framgent handlar om att skala upp försäljningen, vilket i kombination med relativt fasta rörelsekostnader kan generera en stigande marginal.

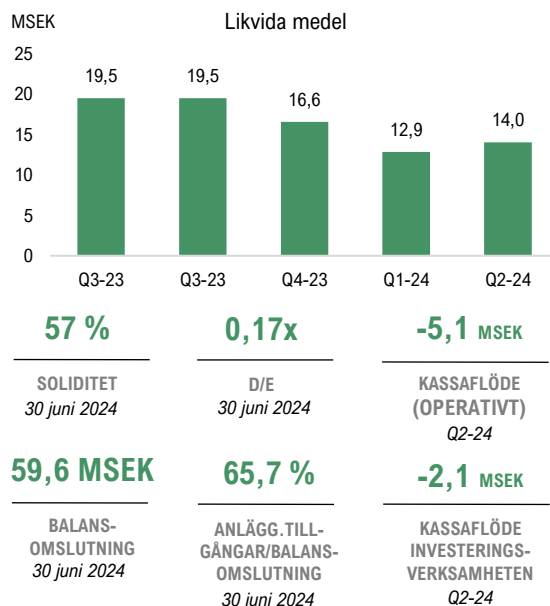
Även om grundinvesteringarna till stor del är gjorda, estimerar Analyst Group att CirChem dock löpande kommer att behöva 1) utöka kapaciteten genom att bygga ut och ersätta nuvarande produktionsanläggning, och 2) investera i ny utrustning för att skapa nya produktionslinor anpassade efter specifikt lösningsmedelsavfall. Avseende det sistnämnda kan Bolaget, när en ny produktionslina är på plats, göra justeringar för att anpassa produktionen till nya avfallsströmmar med annorlunda sammansättningar och följaktligen annorlunda krav på produktionsutrustningen. I somliga fall kan CirChem även avyttra utrustning som använts för en specifik produktionslina, vilket är ytterligare en viktig pusselbit för att kunna vara snabbfotade och anpassa produktionen baserat på efterfrågan.

**Med betydande CAPEX-investeringar gjorda har CirChem idag en färdigställd anläggning i Vargön, vilken har börjat generera stigande intäkter.**

Historiska räkenskaper, kassans utveckling och nyckeltal

Historiska räkenskaper (tSEK)	2020A	2021A	2022A	2023A
<b>Nettoomsättning</b>	<b>73</b>	<b>86</b>	<b>591</b>	<b>5 745</b>
Aktiverat arbete för egen räkning	2 105	2 690	3 421	1 032
Övriga rörelseintäkter	314	114	97	119
Totala intäkter	2 492	2 890	4 109	6 896
Handelsvaror	-22	-158	-1 090	-3 742
<b>Bruttoresultat</b>	<b>2 470</b>	<b>2 732</b>	<b>3 019</b>	<b>3 154</b>
Bruttomarginal (adj.)	69,9%	-83,7%	-84,4%	34,9%
Övriga externa kostnader	-8 799	-14 807	-15 157	-8 276
Personalkostnader	-2 375	-4 651	-7 715	-10 441
Övriga rörelsekostnader	-4	-9	-18	-10
<b>EBITDA</b>	<b>-8 708</b>	<b>-16 735</b>	<b>-19 871</b>	<b>-15 573</b>
EBITDA-marginal (adj.)	-15242,5%	-22719,8%	-3957,5%	-291,1%
Avskrivningar	-83	-83	-83	-50
<b>EBIT</b>	<b>-8 791</b>	<b>-16 818</b>	<b>-19 954</b>	<b>-15 623</b>
EBIT-marginal (adj.)	-15356,2%	-22816,3%	-3971,6%	-292,0%
Finansiella intäkter	0	0	0	58
Finansiella kostnader	-553	-1 332	-2 764	-1 576
<b>EBT</b>	<b>-9 344</b>	<b>-18 150</b>	<b>-22 718</b>	<b>-17 141</b>
Skatt	0	0	0	0
<b>Nettoresultat</b>	<b>-9 344</b>	<b>-18 150</b>	<b>-22 718</b>	<b>-17 141</b>
Nettomarginal (adj.)	-16114%	-24365%	-4439%	-318%

Källa: CirChem



Under Q2-24 genomförde CirChem en riktad nyemission om ca 5,9 MSEK och upptog ett konvertibellån om 4 MSEK. Vidare har teckningsoptioner emitterats med inlösen under Q4-24 respektive Q3-25, vilket kan tillföra Bolaget 7 MSEK vid full teckning för att stärka balansräkningen ytterligare. CirChem avser nyttja nettolikviden från den riktade emissionen och det upptagna konvertibellånet till uppskalning och utbyggnad av en ny produktionslina, särskilt anpassad för att möta behoven inom fordons- och färgindustrin, med syfte att möta den ökande efterfrågan och säkerställa framtida leveranser. Den ökade produktionskapaciteten ger CirChem förutsättningar att hantera större volymer, vilket möjliggör för Bolaget att framgent fortsätta ingå fleråriga avtal. Kapitalanskaffningen möjliggör således finansiellt spelrum för Bolaget att exekvera på erhållna ordrar samt närma sig break even, vilket målsättningen är att nå på månadsbasis under årsskiftet 2024/2025.

Vid utgången av Q2-24 uppgick CirChems räntebärande skulder, korta och långa, till totalt 14,7 MSEK, i förhållande till CirChems nuvarande Market Cap om 84,5 MSEK motsvarar det således en D/E-ratio om enbart 0,17x, vilket är att anse som lågt och sänker därmed den bolagsspecifika risken.

# Finansiell Prognos

Avseende CirChems fria kassaflöde (FCFF) uppgick detta till -7,2 MSEK (4,3) under Q2-24, där förändringar i rörelsekapital (-2,3 MSEK) och ökade CAPEX-investeringar om -2,1 MSEK satte press på kassaflödet. De ökade investeringarna är som tidigare nämnts hänförliga till bl.a. uppskalning och utbyggnation av en ny produktionslina, vilket är nödvändigt för att kunna hantera den ökade efterfrågan. Givet att förändringar i rörelsekapital varierar kraftigt mellan kvartalen, samt att ovan nämnda investeringar förväntas generera god ROI framgent, bedömer Analyst Group att det negativa fria kassaflödet under kvartalet inte är oroväckande. Med en nettoskuld om 0,7 MSEK vid utgången av Q2-24, 3 MSEK i klimatinvesteringsstöd från Naturvårdsverket som ännu inte utbetalats, samt tillgång till ytterligare skuldfinansiering, vidhåller Analyst Group uppfattningen att Bolaget har tillräckligt god likviditet för att kunna fortsätta ta viktiga operativa kliv framgent och nå break even.

## Prognosperiod: år 2024 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 på sikt expandera med ytterligare anläggningar, vilket skulle få en signifikant påverkan på de finansiella prognoserna och således lämna utrymme för eventuell upprevidering framgent. För andra scenarion, se *Bull-* och *Bear scenario* på sida 15.

## 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 lösningsmedelsavfall 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 lösningsmedelsavfall i anläggningen i Vargön, vilket skulle kunna leverera en omsättning om 250 MSEK med en EBITDA-marginal om 15%.<sup>1</sup>

25 000 ton/år kan ge:

~250 MSEK  
Omsättning...

...med en EBITDA-  
marginal om ~15%<sup>1</sup>

### Anläggning: Vargön



20 000 ton/år

Tillstånd för kapacitet att hantera idag

25 000 ton/år

Målsättning på medellång sikt

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 resulterade i att vissa lösningsmedel ökade 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%.<sup>1</sup>

#### 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 hela prognosperioden: EUR/SEK 10,10. Faktiskt växelkurs per 2024-08-22 var 11,4.

#### 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

<sup>1</sup>Givet bl.a. optimal mix av inflöden och full anläggningsoptimering.

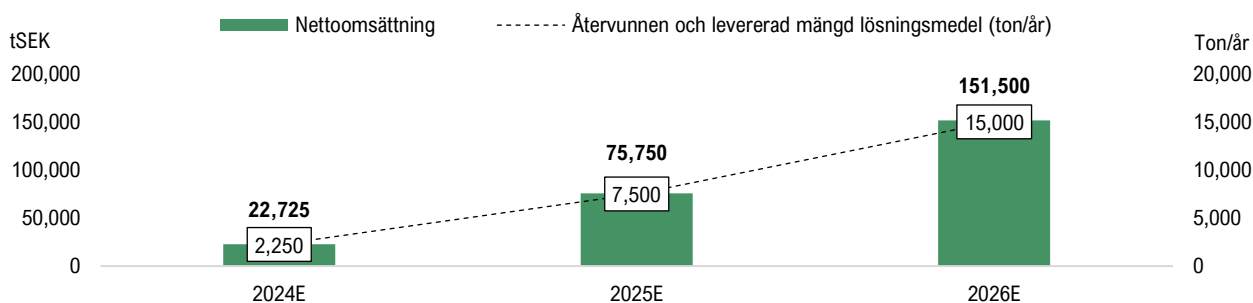
# Finansiell Prognos

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. Volymerna kan även fluktuera kraftigt under året, då en del av Bolagets intäkter utgörs av återkommande karaktär, och en del består av engångsordrar av större volym, liksom den order CirChem erhöll från Stena Recycling Danmark under Q2-24.

Utifrån det försäljningspris som om 10,1 SEK/kg som implementerats i modellen som genomsnitt under prognosperioden, samt estimerad såld volym under åren 2024-2026, genererar det följande omsättningsprognos.

**Gjorda antaganden resulterar i en såld volym om ca 15 000 ton år 2026, vilket därmed är 60 % av antagen maxkapaciteten om 25 000 ton.**

Estimerad försäljningsvolym (ton/år) och nettoomsättning, 2024-2026E



Analyst Groups prognos

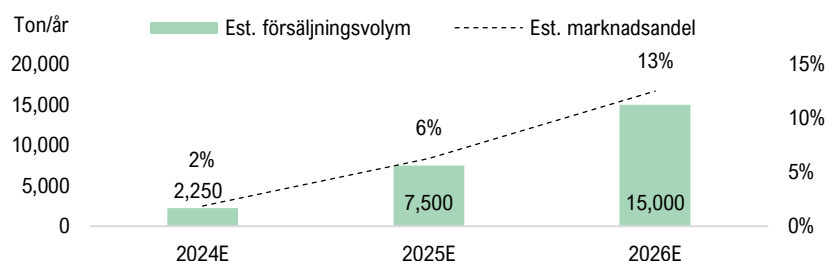
Värt att förtydliga är även att återvinningsgraden av det kontaminerade lösningsmedlet kan variera kraftigt, exempelvis beroende på vilken industri lösningsmedlet härrör från. Således råder det en diskrepans mellan volymen mottaget lösningsmedel, där Bolaget för närvarande har ett tillstånd som omfattar 20 000 ton/år, och den återvunna volymen lösningsmedel som säljs vidare till kund. För att exemplifiera kan en återvinningsgrad om 70 % appliceras på Analyst Groups estimerat avseende återvunnen och levererad mängd lösningsmedel år 2026 (15 000 ton/år), vilket skulle ge en volym om ca 21 400 ton/år av mottaget kontaminerat lösningsmedel innan det återvunnits, motsvarande ca 107 % av CirChems nuvarande tillståndskapacitet. Analyst Group estimerar inte någon explicit återvinningsgrad eftersom Bolaget tar emot en bred variation av lösningsmedel från olika industrier, vilka alla uppvisar en varierande återvinningsgrad mellan ca 30–80 %, vilket skapar osäkerhet kring vilken genomsnittlig återvinningsgrad som kan uppnås.

## 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 och erbjuder. Gjorda prognoser innebär att CirChem under år 2026 säljer ca 15 000 ton av renat lösningsmedel, vilket med enbart den svenska marknaden som utgångspunkt, skulle motsvara en marknadsandel om ca 13 %, 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 13 % år 2026 i Sverige, mätt i antal sålda ton återvunnet lösningsmedel.**

Estimerad försäljningsvolym och marknadsandel i Sverige 2024-2026E, Base scenario



Vid en första anblick kan ca 13 % 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.

Analyst Groups prognos

# Finansiell Prognos

## 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. Initialt förväntas flaskhalsar inom produktionen sätta press på bruttomarginalen, vilken i takt med ökade volymer förväntas stiga successivt till följd av kostnadsoptimeringar och process-effektiviseringar. Analyst Group prognostiserar att Bolaget med tiden kommer att optimera mixen av inflöden och stegvis göra nödvändiga optimeringar av anläggningen för att nå en högre effektivitet, vilket illustreras i den estimerade bruttomarginalen som förväntas stiga från 36 % år 2024 till ca 41 % år 2026.

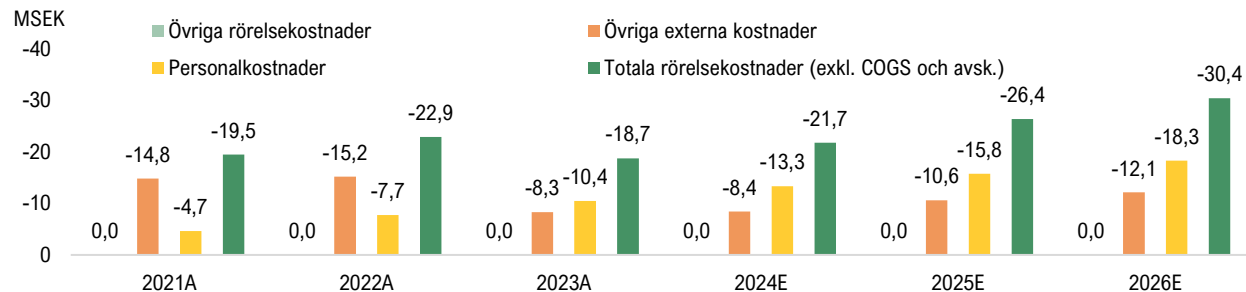
~ 41 %  
Bruttomarginal  
2026E

## 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. 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 personalkostnader utgöra en betydande kostnadspost.

Rörelsekostnader åren 2021A-2026E, 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.

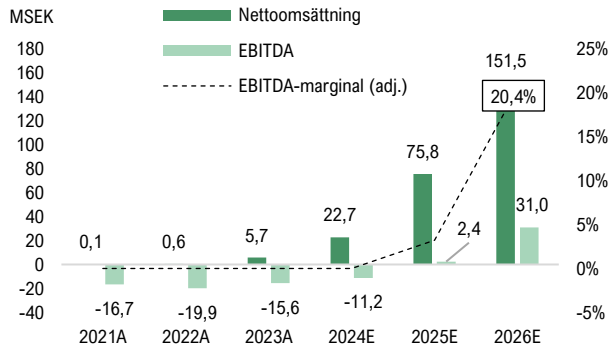
### Följande är en sammanställning av Analyst Groups estimat för CirChem.

Finansiell prognos, Base scenario

Base scenario, MSEK	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>Nettoomsättning</b>	<b>0,1</b>	<b>0,6</b>	<b>5,7</b>	<b>22,7</b>	<b>75,8</b>	<b>151,5</b>
COGS	-0,2	-1,1	-3,7	-14,5	-47,0	-90,1
<b>Bruttoresultat<sup>1</sup></b>	<b>2,7</b>	<b>3,0</b>	<b>3,2</b>	<b>10,6</b>	<b>28,8</b>	<b>61,4</b>
Bruttomarginal (adj.) <sup>2</sup>	neg.	neg.	34,9%	36,0%	38,0%	40,5%
Övriga externa kostnader	-14,8	-15,2	-8,3	-8,4	-10,6	-12,1
Personalkostnader	-4,7	-7,7	-10,4	-13,3	-15,8	-18,3
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA<sup>1</sup></b>	<b>-16,7</b>	<b>-19,9</b>	<b>-15,6</b>	<b>-11,2</b>	<b>2,4</b>	<b>31,0</b>
EBITDA-marginal (adj.) <sup>2</sup>	neg.	neg.	neg.	neg.	0,0	20,4%

Analyst Groups prognos

<sup>1</sup>Inkl. aktiverat arbete och övriga intäkter.  
<sup>2</sup>Exkl. aktiverat arbete och övriga intäkter.



## 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](http://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, 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 64,7 MSEK (2024-08-22). Under år 2023 hade Cortus Energy en försäljning motsvarande 6,8 MSEK.

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

Ett urval av globala bolag verksamma inom *Speciality Chemicals* visar på värderingsnivåer omkring EV/EBITDA 10,4 (median).

Urval av sektorbolag inom *Speciality Chemicals*.

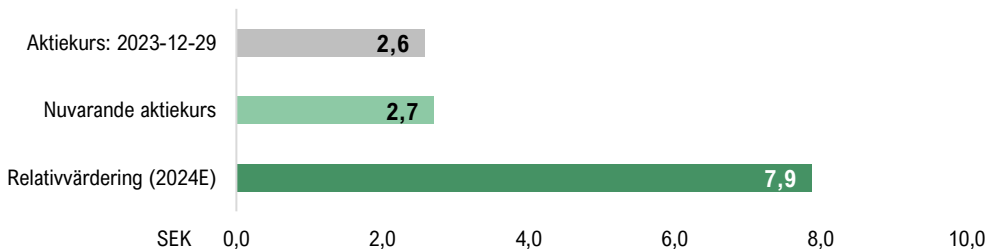
Bolag	MCAP MSEK	EV MSEK	Omsättning LTM MSEK	Bruttomarginal LTM	EBITDA LTM MSEK	EV/S	P/S	EV/EBITDA
Albemarle Corp	107,676	125,193	77,189	-8%	-11,306	1,6	1,4	-11,1
Croda International PLC	72,722	78,329	21,493	44%	5,003	3,6	3,4	15,7
Clariant AG	50,150	67,387	48,749	27%	6,101	1,4	1,0	11,0
Ashland Inc	45,771	55,355	21,818	27%	2,670	2,5	2,1	20,7
Chemours Co	28,838	63,863	59,357	20%	6,541	1,1	0,5	9,8
Cabot Corp	57,950	67,710	40,965	24%	7,814	1,7	1,4	8,7
Kemira OYJ	37,885	42,161	35,324	16%	5,632	1,2	1,1	7,5
Elementis PLC	9,990	11,624	7,578	42%	612	1,5	1,3	19,0
<b>Medel</b>	<b>51,373</b>	<b>63,953</b>	<b>39,059</b>	<b>24%</b>	<b>2,883</b>	<b>1,8</b>	<b>1,5</b>	<b>10,2</b>
<b>Median</b>	<b>47,961</b>	<b>65,625</b>	<b>38,144</b>	<b>26%</b>	<b>5,317</b>	<b>1,6</b>	<b>1,4</b>	<b>10,4</b>

Källa: Börndata

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 multipel. Samtidigt har vi sedan 2022 lämnat en +10-årig period av lågräntor och omfattande stödköpsprogram från världens finansiella institut. Det ekonomiska klimat vi nu befinner oss i resulterar fortsatt i ökade avkastningskrav och reducerade vinstmultiplar, något som påverkar även CirChem. Med hänsyn till detta tillämpar vi i denna analys en målmultipel om EV/EBITDA 10, vilket applicerat på 2026 års estimerade EBITDA-resultat om ca 31 MSEK motsvarar ett bolagsvärde om 310 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 12,2 %, samt att det kan argumenteras för att år 2023 har varit, och 2024 kommer att bli, affärskritiskt i den bemärkelsen att dels ska kapaciteten i anläggningen i Vargön byggas ut, dels behöver CirChem bevisa att de kan knyta till sig/leverera på kundavtal och sälja tillräcklig volym. Med dessa antaganden härleds ett värde per aktie om 7,9 kr i ett Base scenario vid utgången av 2024.

7,9 kr  
Base scenario

## Värdering: Sammanfattning





# 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 säljtal, dels att CirChem med allt fler referensuppdrag kan lyckas knyta till sig ännu fler kunder av liknande dignitet.
- I ett Bull scenario förväntas CirChem parera eventuella flaskhalsar inom produktionen och således optimera anläggningen, vilket, i takt med ökad försäljningsvolym, förväntas realisera den underliggande skalbarheten i en snabbare takt.
- 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 11 på 2026 års estimerade EBITDA-resultat om 41 MSEK, tillsammans med en diskonteringsränta om 12,2 %, motiveras ett värde per aktie vid utgången av år 2024 om 11,4 kr i ett Bull scenario, där en stigande omsättning och tillika EBITDA-resultat är de största drivarna i scenariot.

11,4 kr  
Bull scenario

## Bear scenario

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

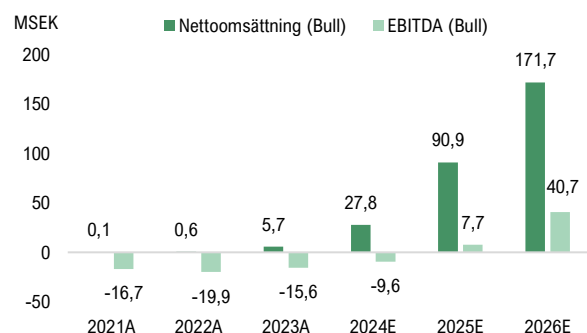
- Det är avgörande att CirChem är framgångsrika i att vinna tillräckligt med kundavtal för att volymerna ska kunna stiga. Affärsmodellen förväntas ge bra lönsamhet vid god efterfrågan vilket möjliggör en hög ROI och kort återbetalningstid, men om volymerna uteblir eller inte är tillräckliga, finns risk för återkommande kapitalinjektioner för att täcka Bolagets *burn rate* och utöka tidsramen för att försöka växa kundbasen samt kapitalisera på befintlig efterfrågan.
- De lägre försäljningsvolymerna, i kombination med flaskhalsar inom produktionen, leder till reducerad effektivitet och således en hämmad bruttomarginal. Tillsammans med en växande kostnadskostym på rörelsenivå förväntas Bolaget brottas med att nå lönsamhet.
- En lägre volym än väntat kommer belasta rörelsekapitalet och ytterligare finansiering via t.ex. företrädesemission, riktade emissioner och/eller lån kan inte uteslutas i framtiden. 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 appliceras en EV/S multipel om 1,0x på 2026 års estimerade nettoomsättning, då Bolaget förväntas brottas med lönsamhet under de kommande två åren, och först påbörja marginalresan år 2027. Följaktligen appliceras en försäljningsbaserad multipel, och tillsammans med en diskonteringsränta om 12,2% härleds ett motiverat värde per aktie vid utgången av år 2024 om 1,8 kr i ett Bear scenario.

1,8 kr  
Bear scenario

### Ett Bull scenario baseras bl.a. på ökat kapacitetsutnyttjande.

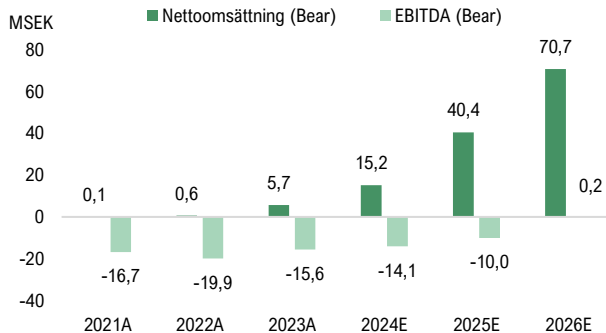
Prognos Bull scenario, åren 2021A-2026E



Analyst Groups prognos

### I ett Bear scenario utvecklas verksamheten trögare.

Prognos Bear scenario, åren 2021A-2026E



Analyst Groups prognos

# Ledning & Styrelse



## Petra Sas, 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. Petra är även styrelseordförande i LeanOn AB och har tidigare haft styrelseuppdrag i LifeClean-koncernen. Arbetar med egna investeringar. *Petra äger 530 000 aktier i Bolaget privat eller genom närstående bolag, samt 16 212 teckningsoptioner i LTI 2022/2025:2.*



## Kristofer Svensson, CFO

CFO sedan 2024. Utbildning, övriga uppdrag och erfarenhet: Ekonomie kandidatexamen från Stockholms universitet. CFO-konsult för Gabather AB (publ), Ectin Research AB (publicering), Bioextrax AB (publicering). Tidigare Sensidose AB, Melius Pharma AB, Sinfonia Biotherapeutics AB. *Kristofer äger 20 000 aktier privat eller genom närstående bolag.*



## 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 18 810 aktier privat eller genom närstående bolag.*



## 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. Oberoende i förhållande till bolaget, bolagets ledning och bolagets större aktieägare. *Mats äger 185 837 aktier privat eller genom närstående bolag samt närstående personer, 292 240 teckningsoptioner i 2020/2023 samt 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. Oberoende i förhållande till bolaget och bolagets ledning och till bolagets större aktieägare. *Jonas äger 21 312 aktier privat eller genom närstående bolag samt närstående personer, samt 16 212 teckningsoptioner i LTI 2022/25:2.*



## Åsa Knutsson, Styrelseledamot

Styrelseledamot sedan maj 2024. Utbildning: Civilekonom vid Stockholms universitet och utbildning i bolagsvärdering från Handelshögskolan i Stockholm. Övriga pågående uppdrag: Styrelseledamot Sjötte AP-fonden, ledamot i Advisory board Saab Venture AB samt ägare och styrelseledamot i Strandhamn Konsulter AB. Oberoende i förhållande till bolaget, bolagets ledning och bolagets större aktieägare. *Åsa äger 19 647 teckningsoptioner 2024/2027.*



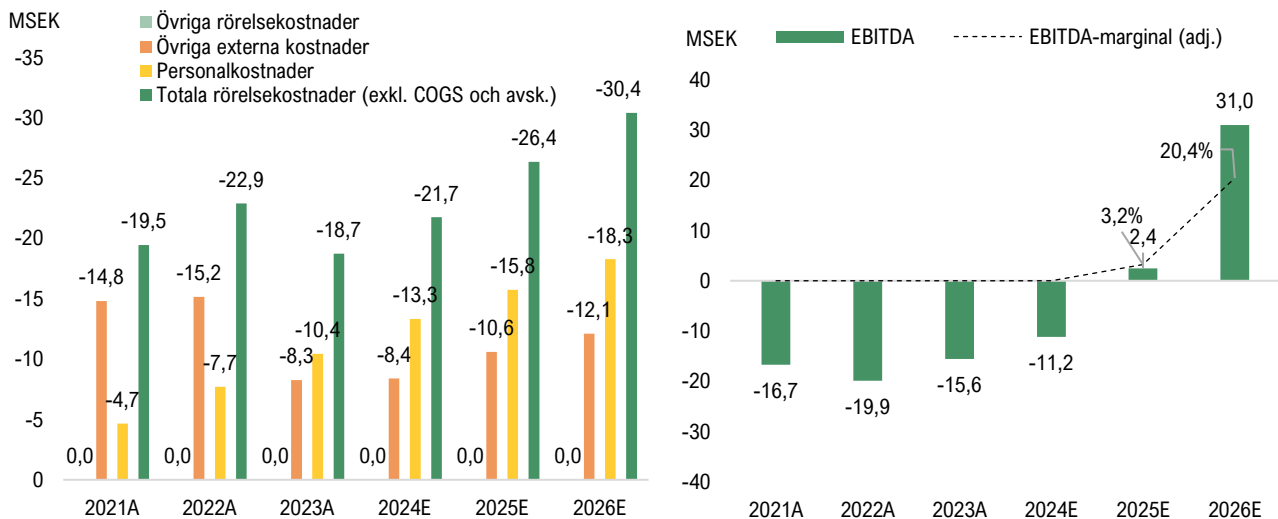
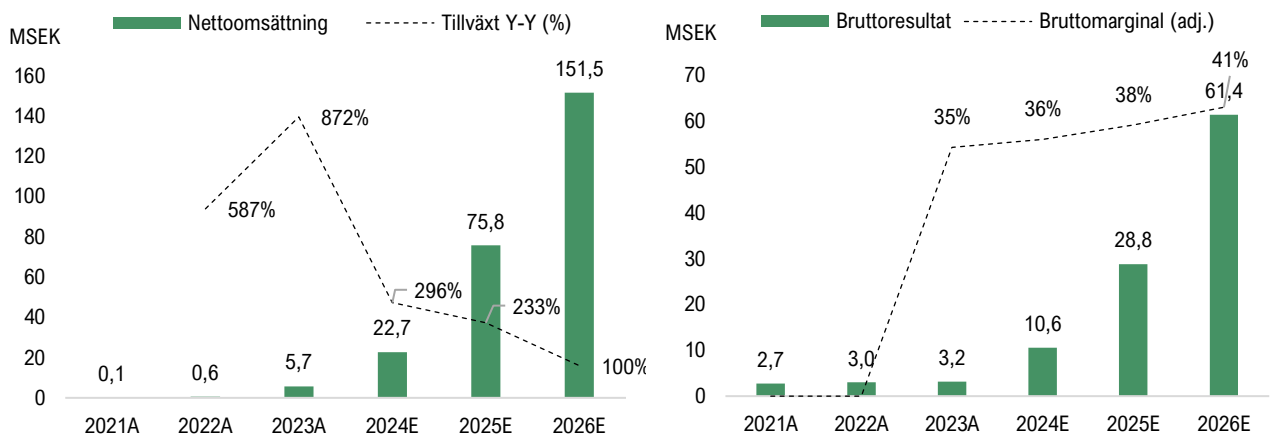
## Johan Norell Bergendahl, Styrelseledamot

Styrelseledamot sedan maj 2024. Utbildning: Civilingenjör från KTH. Övriga pågående uppdrag: Ägare och styrelseledamot i Jumpahead AB. *Johan äger 2 150 832 aktier samt 19 647 teckningsoptioner 2024/2027.*

# Appendix

Base scenario (MSEK)	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>Nettoomsättning</b>	<b>0,1</b>	<b>0,6</b>	<b>5,7</b>	<b>22,7</b>	<b>75,8</b>	<b>151,5</b>
Aktiverat arbete för egen räkning	2,7	3,4	1,0	1,7	0,0	0,0
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,1	0,1	0,7	0,0	0,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>2,9</b>	<b>4,1</b>	<b>6,9</b>	<b>25,1</b>	<b>75,8</b>	<b>151,5</b>
Handelsvaror	-0,2	-1,1	-3,7	-14,5	-47,0	-90,1
<b>Bruttoresultat</b>	<b>2,7</b>	<b>3,0</b>	<b>3,2</b>	<b>10,6</b>	<b>28,8</b>	<b>61,4</b>
Bruttomarginal (adj.)	neg.	neg.	34,9%	36,0%	38,0%	40,5%
Övriga externa kostnader	-14,8	-15,2	-8,3	-8,4	-10,6	-12,1
Personalkostnader	-4,7	-7,7	-10,4	-13,3	-15,8	-18,3
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>-16,7</b>	<b>-19,9</b>	<b>-15,6</b>	<b>-11,2</b>	<b>2,4</b>	<b>31,0</b>
EBITDA-marginal (adj.)	neg.	neg.	neg.	neg.	3,2%	20,4%

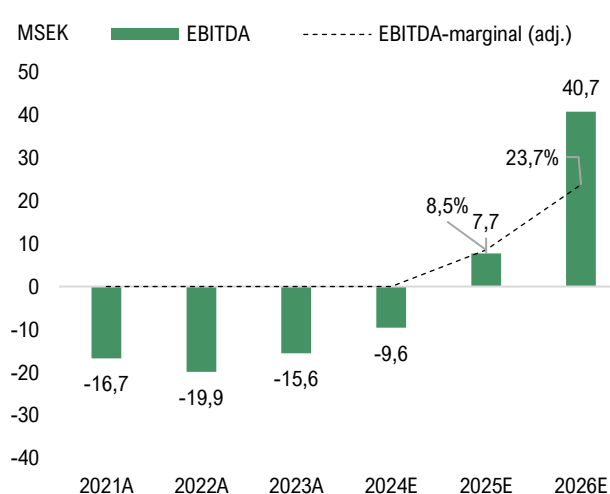
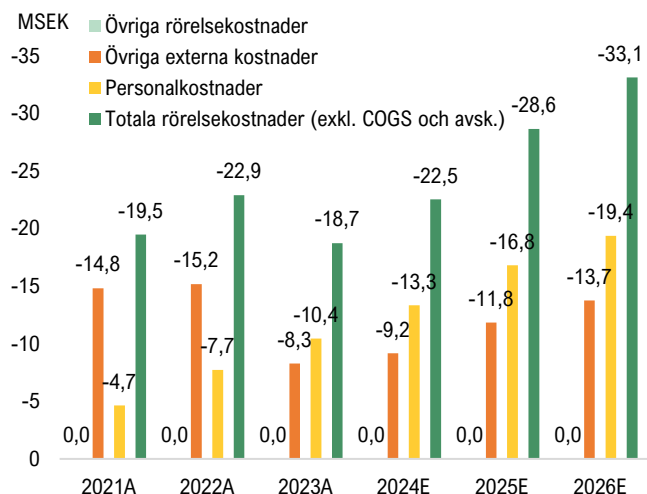
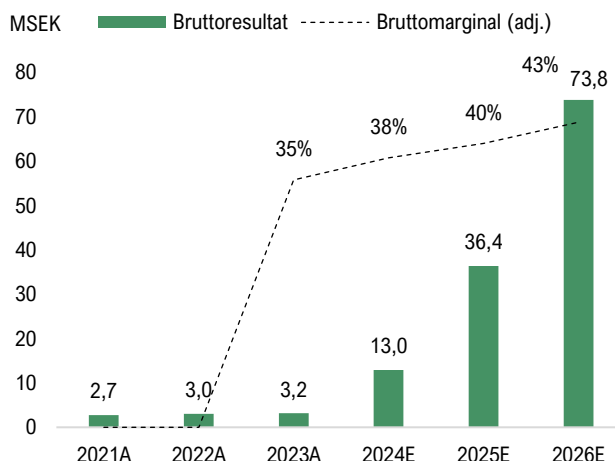
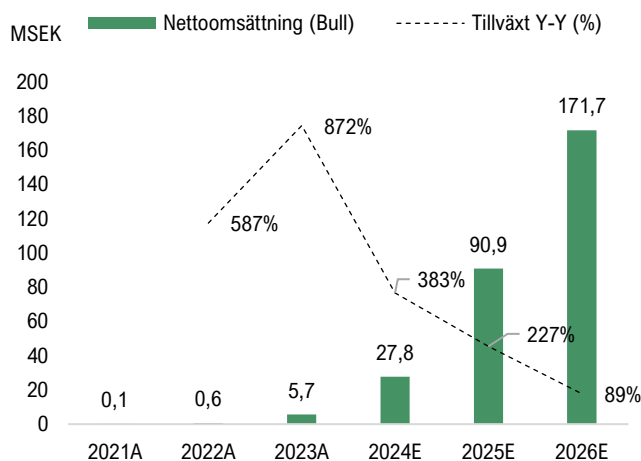
Base scenario, Nyckeltal	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
P/S	982,1	142,9	14,7	3,7	1,1	0,6
EV/S	989,8	144,0	14,8	3,7	1,1	0,6
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	neg.	35,0	2,7



# Appendix

Bull scenario (MSEK)	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>Nettoomsättning</b>	<b>0,1</b>	<b>0,6</b>	<b>5,7</b>	<b>27,8</b>	<b>90,9</b>	<b>171,7</b>
Aktiverat arbete för egen räkning	2,7	3,4	1,0	1,7	0,0	0,0
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,1	0,1	0,7	0,0	0,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>2,9</b>	<b>4,1</b>	<b>6,9</b>	<b>30,2</b>	<b>90,9</b>	<b>171,7</b>
Handelsvaror	-0,2	-1,1	-3,7	-17,2	-54,5	-97,9
<b>Bruttoresultat</b>	<b>2,7</b>	<b>3,0</b>	<b>3,2</b>	<b>13,0</b>	<b>36,4</b>	<b>73,8</b>
Bruttomarginal (adj.)	neg.	neg.	34,9%	38,0%	40,0%	43,0%
Övriga externa kostnader	-14,8	-15,2	-8,3	-9,2	-11,8	-13,7
Personalkostnader	-4,7	-7,7	-10,4	-13,3	-16,8	-19,4
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>-16,7</b>	<b>-19,9</b>	<b>-15,6</b>	<b>-9,6</b>	<b>7,7</b>	<b>40,7</b>
EBITDA-marginal (adj.)	neg.	neg.	neg.	neg.	8,5%	23,7%

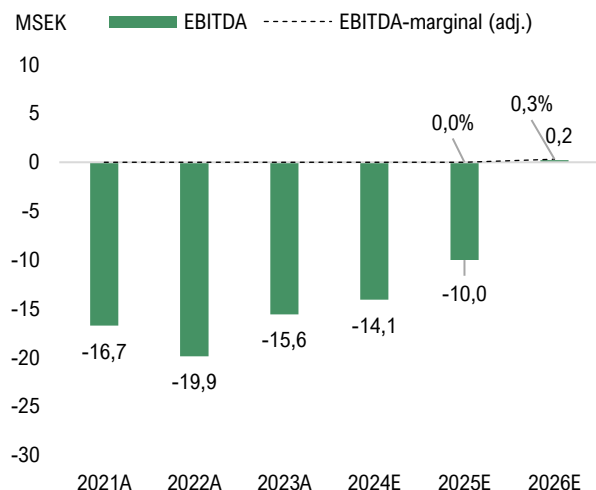
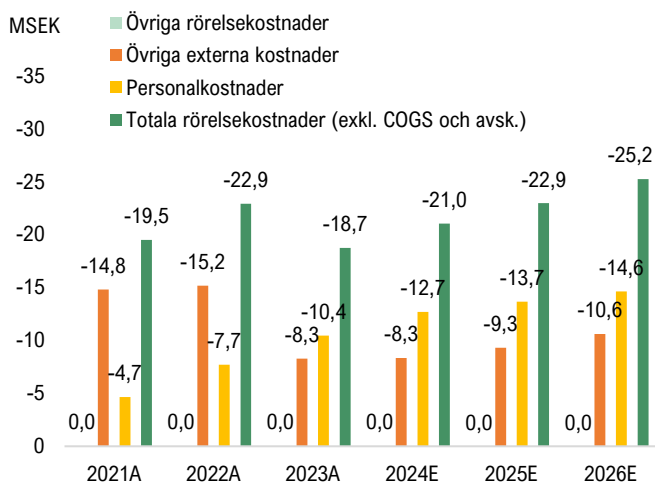
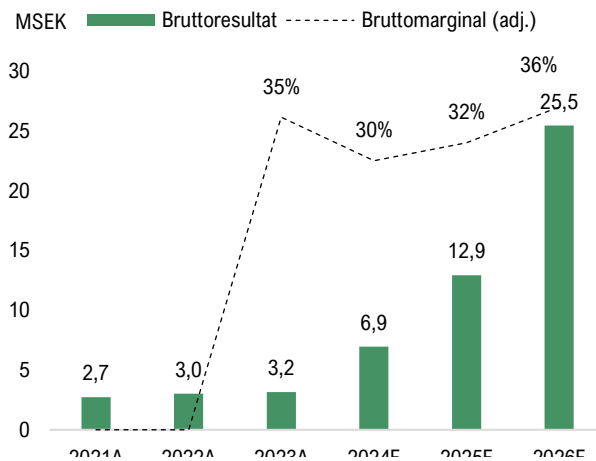
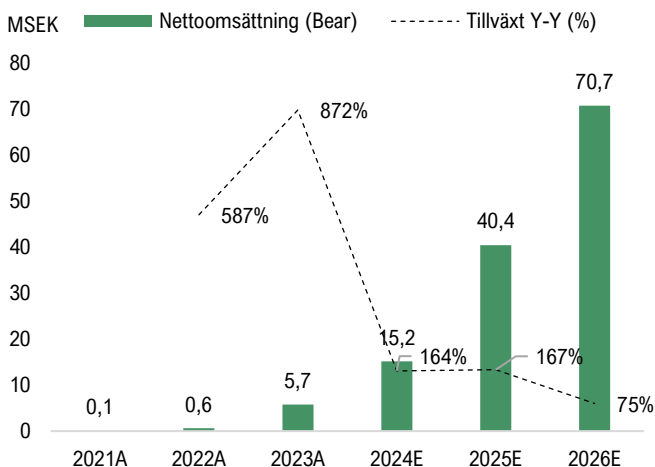
Bull scenario, Nyckeltal	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
P/S	982,1	142,9	14,7	3,0	0,9	0,5
EV/S	989,8	144,0	14,8	3,1	0,9	0,5
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	neg.	11,0	2,1



# Appendix

Bear scenario (MSEK)	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>Nettoomsättning</b>	<b>0,1</b>	<b>0,6</b>	<b>5,7</b>	<b>15,2</b>	<b>40,4</b>	<b>70,7</b>
Aktiverat arbete för egen räkning	2,7	3,4	1,0	1,7	0,0	0,0
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,1	0,1	0,7	0,0	0,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>2,9</b>	<b>4,1</b>	<b>6,9</b>	<b>17,6</b>	<b>40,4</b>	<b>70,7</b>
Handelsvaror	-0,2	-1,1	-3,7	-10,6	-27,5	-45,2
<b>Bruttoresultat</b>	<b>2,7</b>	<b>3,0</b>	<b>3,2</b>	<b>6,9</b>	<b>12,9</b>	<b>25,5</b>
Bruttomarginal (adj.)	neg.	neg.	34,9%	30,0%	32,0%	36,0%
Övriga externa kostnader	-14,8	-15,2	-8,3	-8,3	-9,3	-10,6
Personalkostnader	-4,7	-7,7	-10,4	-12,7	-13,7	-14,6
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>-16,7</b>	<b>-19,9</b>	<b>-15,6</b>	<b>-14,1</b>	<b>-10,0</b>	<b>0,2</b>
EBITDA-marginal (adj.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	0,3%

Bear scenario, Nyckeltal	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
P/S	982,1	142,9	14,7	5,6	2,1	1,2
EV/S	989,8	144,0	14,8	5,6	2,1	1,2
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	383,4



# 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 **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 2014-2024). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.