

Cinis gödslar för lönsam tillväxt

Cinis Fertilizer

21 maj, 2025

Cinis Fertilizer AB ("Cinis" eller "Bolaget") är en pionjär inom fossilfri och cirkulär produktion av kaliumsulfat (SOP), ett kloridfritt, högvärdigt gödselmedel med växande betydelse i det hållbara jordbruket. Genom en patenterad process baserad på industriella restflöden och fossilfri el reduceras energiförbrukningen med ca 50 % och produktionskostnaden med upp till 20 % jämfört med konventionella metoder. Den första anläggningen är i kommersiell drift med målsättning om att nå en årstakt om 100 000 ton SOP under Q4-25. Samtlig försäljningsvolym är säkrad genom ett tioårigt distributionsavtal med en ledande aktör, där en nettoomsättning om 123 MSEK LTM indikerar att uppskalningen utvecklas i rätt riktning. Parallellt förs dialoger med ett tjugotal industriaktörer om framtida etableringar, vilket understryker intresset för Bolagets lösning. Med växande produktionsvolym och konkreta lönsamhetsåtgärder, som förväntas sänka kostnadsbasen, är Cinis väl positionerat för att realisera den operationella hävstången i affärsmodellen och ta steget från industriell uppbyggnad till lönsam tillväxt.

Om Bolaget

Cinis är ett svenskt greentech-bolag, grundat år 2018, som genom en patenterad produktionsprocess tillverkar fossilfritt, cirkulärt och miljövänligt mineralgödsel, s.k. kaliumsulfat (SOP). Bolagets metod bygger på återvinning av restströmmar från bl.a. batteri- och massaindustrin, vilket skapar både miljönytta och kostnadsfördelar. Cinis patent-skyddade teknik förbrukar ca 50 % mindre energi och medför upp till 20 % lägre produktionskostnad jämfört med konventionella metoder, drivet av lägre energipriser och kostnadseffektiva insatsvaror, vilket resulterar i ett mineralgödsel med avsevärt lägre koldioxidavtryck. Den första produktionsanläggningen, belägen i Örnsköldsvik, färdigställdes under Q2-24, knappt 15 månader från byggstart till att produktionen startades upp. Cinis blev därmed den första aktören globalt att producera grönt kaliumsulfat i industriell skala, vilket skapar ett betydande *First-Mover Advantage* gentemot konkurrenter.



Produktionsanläggning



Plats: Köpmanholmen, Örnsköldsvik



Fas: Produktion startad under Q2-24



Produktionskapacitet:

- 100 000 årston kaliumsulfat (SOP)
- 65 000 årston natriumklorid

Bolaget har i dagsläget en årlig produktionsstakt om ca 60 000 ton SOP och genomför för närvarande ett antal operativa förbättringsåtgärder med målet att nå en produktionsstakt motsvarande 100 000 ton per år under Q4-25.

Med långsiktiga försäljningsavtal, låg teknikrisk genom en beprövad och patenterad process samt en affärsmodell som förenar cirkulär resursanvändning med kostnadseffektiv produktion har Cinis lagt grunden för en skalbar och hållbar tillväxtresa, med en tydlig ambition att inom kort uppvisa lönsamhet och generera positivt kassaflöde.

Affärs- och intäktsmodell

Cinis producerar och säljer miljövänligt mineralgödsel i form av kaliumsulfat (SOP), baserat på en patenterad, fossilfri och cirkulär produktionsprocess som bygger på två huvudsakliga insatsvaror: natriumsulfat och kaliumklorid (MOP). Kärnan i affärsmodellen, tillika Bolagets primära konkurrensfördel, utgörs av den patenterade tekniken för att industriellt förädla restströmmar av natriumsulfat från andra industrier, främst batteri- och massaindustri, till ett högvärdigt mineralgödsel. Metoden möjliggör inte bara effektiv avfallshantering och ett väsentligt lägre klimatavtryck, utan medför även tydliga kostnadsfördelar genom kostnadseffektiv råvaruförsörjning. I takt med stigande deponikostnader i Europa, vilka uppgår till ca 2,5 tSEK per ton, ökar efterfrågan på cirkulära lösningar. Här spelar Cinis en dubbel roll: som kostnadseffektiv mottagare av restflöden samt som miljömässig problemlösare.



Beprövad teknik i industriell skala

Bolagets patenterade och fossilfria produktionsprocess bygger på den beprövade Glaserit-tekniken, som möjliggör betydande energibesparingar och lägre produktionskostnader till följd av lägre energipriser och kostnadseffektiv insatsvara. Sedan anläggningen stod färdig (Q2-24) har Bolaget levererat ca 22 100 ton fossilfritt kaliumsulfat, vilket hjälper jordbrukare i över 40 länder att minska sina klimatavtryck.



Strategiska nyckelavtal på plats

Cinis har säkrat strategiskt viktiga samarbetsavtal med etablerade industripartners, bl.a. ett tioårigt sälj- och distributionsavtal med den nederländska gödselgrossisten Van Iperen International avseende all försäljning av kaliumsulfat från Bolagets första anläggning. Avtalet bekräftar dels produktens marknadsmässiga kvalitet och utgör samtidigt en viktig referens i relation till framtida partnerskap och expansion.



Cirkulär produktion - från avfall till värde

Genom att förädla restprodukter såsom natriumsulfat från batteri-, massa- och annan processindustri bidrar Cinis till effektiv avfallshantering, där resurser som annars riskerat att deponeras i stället återförs till värdekedjan. Detta skapar inte bara klimatnytta, utan även en kostnadseffektiv och resurseffektiv råvaruförsörjning, en viktig del i Bolagets affärsmodell och konkurrensfördel gentemot konventionella tillverkare av mineralgödsel.

Produktionsprocessen

Cinis produktionsprocess baseras på den beprövade glaserit-metoden, där kaliumkloriden tvättas i ett reningssteg och reagerar sedan med natriumsulfat. Detta ger upphov till glaserit, ett mellansteg som genom vidare kristallisering omvandlas till färdigt kaliumsulfat. För varje ton producerat SOP krävs ca 0,79 ton natriumsulfat och 0,86 ton kaliumklorid, vilket samtidigt genererar ca 0,67 ton natriumklorid som kommersiell biprodukt. Den höga resurskonverteringen innebär att samtliga insatsvaror tillvaratas antingen som huvudprodukt eller som biprodukt med ekonomiskt värde, vilket stärker processens industriella effektivitet och bidrar till minimerat spill.

Bolagets intäkter härrör primärt från försäljning av SOP till jordbrukssektorn samt till aktörer inom kemisk industri, där produkten används i formulering av sammansatta gödselmedel såsom NPK, särskilt i applikationer där kloridnivåer behöver begränsas. Därtill säljs biprodukten natriumklorid vidare, vilket skapar ytterligare intäktsströmmar. På sikt har Cinis identifierat potential till att vidareförädla natriumklorid till cirkulär natriumhydroxid (lut), en viktig och kapitalkrävande insatsvara i tillverkning av bl.a. batterimaterial, vilket har potential att förstärka Cinis position i värdekedjan och bredda intäktsbasen ytterligare.

First Mover Advantage med strukturella inträdesbarriärer

Genom att använda restprodukter såsom natriumsulfat från annan industri, och med en process som brukar fossilfri el, reduceras energiförbrukningen med ca 50 % jämfört med den etablerade Mannheim-metoden, som är beroende av svavelsyra och fossila bränslen, därutöver genererar Cinis process inga farliga biprodukter. Kombinationen av lägre insatskostnader, industriell klimatnytta och återvinningsbar processdesign skapar för Bolaget ett tydligt operationellt och kommersiellt försteg. Att modellen ännu inte replikerats antas främst bero på infrastrukturberoende, höga omställningskostnader och begränsad tillgång till cirkulära råvaruströmmar, faktorer som tillsammans skapar höga inträdesbarriärer och ett tydligt *First Mover Advantage*.

Långsiktiga kommersiella avtal med etablerade aktörer

Cinis har bl.a. ingått ett tioårigt distributionsavtal med gödselgrossisten Van Iperen International som omfattar hela den planerade produktionsvolymen.

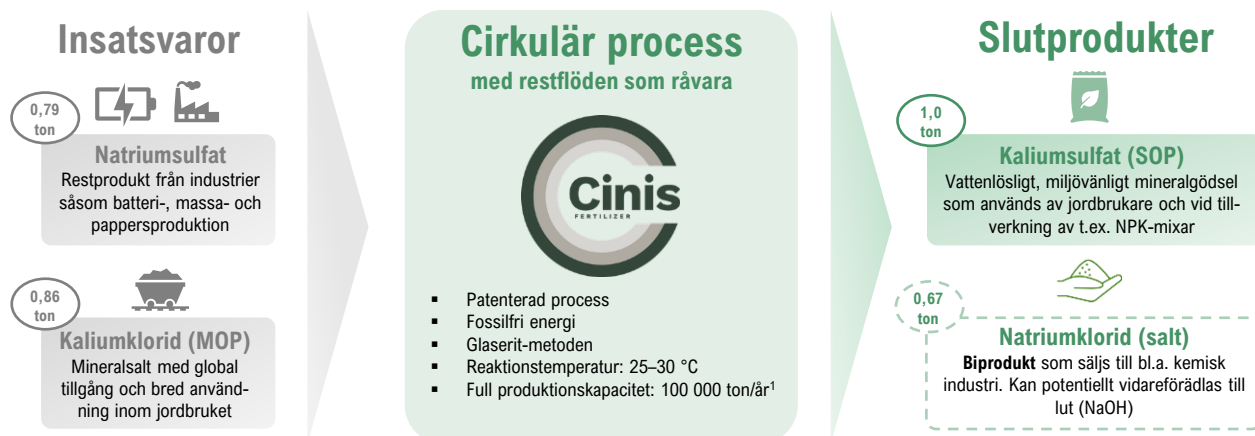
Att samtliga volymer är kontrakterade i förväg innebär hög förutsägbarhet i framtida kassaflöden, en särskilt viktig faktor i Bolagets nuvarande fas av industriell uppskalning. Genom samarbetet med en etablerad och internationellt verksam aktör möjliggörs en effektiv marknadspenetration, utan behov av att i ett initialt skede bygga upp en egen distributionsstruktur mot slutkund.

Samarbetspartners



På insatssidan har Cinis ingått långsiktiga leveransavtal för natriumsulfat med BASF (10+10 år) samt Ascend Elements (10+5 år), från deras anläggning i Kentucky, USA, där Cinis planerar att uppföra Bolagets nästa produktionsanläggning. Vidare har Cinis ingått ett strategiskt avtal med miljöföretaget Ragn-Sells om att förädla natriumsulfat som uppstår som restprodukt hos industriella aktörer, där Cinis erhåller ersättning för att hantera råvaran. Även om volymerna i nuläget är begränsade, utgör avtalet ett starkt signalvärde och ett konkret kvitto på Bolagets cirkulära affärsmodell, med potential att bana väg för liknande samarbeten framgent. Bolaget har även säkrat tillgången till kaliumklorid genom ett flerårigt avtal med det tyska gruvbolaget K+S.

Illustration av Cinis produktionsprocess



¹Avser produktionsanläggningen i Örnsköldsvik

Sourcing av natriumsulfat – strategisk nyckelkomponent

Natriumsulfat utgör, tillsammans med kaliumklorid, en av två huvudsatsvaror i Cinis patenterade produktionsprocess. Då processen bygger på industriell återvinning av natriumsulfat, en restström från andra industrier, är tillgången till råvaran avgörande, inte bara för produktionsvolym utan även för Bolagets kostnadsstruktur.

Inledningsvis var avsikten att behovet skulle täckas av batteritillverkaren Northvolt, vilket var fördelaktigt ur såväl geografisk som kostnadsmässig synvinkel. Men i och med Northvolts problematik och efterföljande konkurs har Cinis tvingats ersätta dessa volymer genom import från framför allt södra Europa, vilket lett till ökade årliga kostnader om ca 45–50 MSEK, varav omkring en tredjedel hänförs till frakt. Detta kan ställas i relation till Cinis totala rörelsekostnader (exkl. D&A) LTM, vilka uppgår till ca 249 MSEK, där dessa merkostnader ingår. Analyst Group vill dock förtydliga att Cinis i dagsläget, via sourcing från södra Europa, har säkerställt tillgång till erforderliga volymer natriumsulfat för att kunna uppnå målsättningen om produktion av 100 000 ton SOP/år.

Inköpspriset från europeiska leverantörer uppgår till cirka 60–70 EUR per ton exklusive frakt (motsvarande ca 650–760 SEK/ton), vilket kan jämföras med tidigare nivåer om cirka 500 SEK/ton från Northvolt. Cinis för nu aktiva dialoger med närliggande massabruk i Örnköldsviksregionen, däribland Domsjö och Husum, som tillsammans har kapacitet att täcka det totala natriumsulfatbehovet för en årlig produktion om 100 000 ton SOP. Utmaningen ligger i att ett tekniskt reningssteg krävs mellan produktion och vidareförädling, och det är ännu oklart vilken part som ska bära tillhörande investering. Även om de ekonomiska incitamenten för massabruket är begränsade, utgör hållbarhetsaspekten en potentiell drivkraft för samarbete.

Betydande lönsamhetsdrivare i korton

För Cinis är produktionsvolymen en central drivkraft för att uppnå uthållig lönsamhet. Trots att en stor andel av kostnadsbasen är rörlig, främst kopplad till insatsvaror (COGS), innebär ett högre kapacitetsutnyttjande att fasta kostnader, såsom personal, underhåll och energi, kan fördelas över fler producerade ton SOP, vilket successivt estimeras stärka marginalerna. Som ett konkret exempel på affärsmodellens skalbarhet uppvisade Bolaget ett positivt operativt kassaflöde redan under oktober 2024.

Cinis nuvarande produktionstakt uppgår till ca 60 000 ton SOP per år, och Bolaget är i dagsläget ännu inte lönsamt. Detta förklaras huvudsakligen av att produktionsuppskalningen tagit längre tid än förväntat, vilket innebär att volymerna ännu inte nått den nivå som krävs för att realisera operationell hävstång. Därtill har vissa kvalitetsavvikelser förekommit, där kaliumklorid (MOP) i vissa fall inte fullt ut reagerat i processen, något som har medfört att slutprodukten i dessa fall motsvarat MOP snarare än SOP, vilket påverkat prisnivån negativt. Avvikelserna har berott på otillräcklig reaktionstid och obalans i insatsvaror, men har åtgärdats genom processoptimering samt förstärkt kvalitetskontroll, bl.a. genom rekrytering av labbpersonal för kontinuerlig provtagning under och efter produktion.

I takt med ökade produktionsvolymer och att leveransförmågan stabiliseras bedöms försäljningspriset kunna justeras till marknadsmässig nivå, vilket förväntas stärka bruttomarginalen. Ytterligare intäktspotential återfinns genom monetarisering av biprodukten natriumklorid, med en uppskattad försäljningspotential motsvarande ca 3 % av den totala omsättningen.

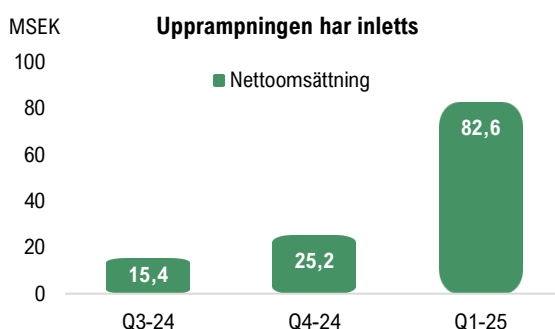
På kostnadssidan finns flera betydande hävstänger. Kaliumklorid är den största kostnadsposten, där Bolaget i takt med ökad produktionsförsäglighet förväntas kunna lägga större volymbeställningar och därmed erhålla inköpsrabatter. Vad gäller natriumsulfat finns stor kostnadsbesparingspotential, bl.a. genom att ersätta dagens import från södra Europa med regionala restflöden, exempelvis från närliggande massabruk. Detta estimeras ge besparingar om ca 45–50 MSEK årligen, motsvarande ca 20 % av de totala rörelsekostnaderna (exkl. D&A) LTM. I ett mer fördelaktigt scenario, där natriumsulfat erhålls kostnadsfritt eller mot ersättning, bedöms ytterligare 40 MSEK i kostnadsreduceringar vara möjliga. Ett konkret exempel är avtalet med Ragn-Sells som ingick under Q3-24, där Cinis erhåller betalning för att ta emot och förädla natriumsulfat, visserligen i begränsad skala, men med tydligt signalvärde och ett konkret kvitto på Bolagets cirkulära affärsmodell. Parallellt arbetar Cinis med att effektivisera logistikflöden, bl.a. genom att samordna inkommande leveranser med utgående fartygstransporter av SOP, ett upplägg som framgångsrikt testades under slutet av Q4-24.

Sammantaget har flera tydliga lönsamhetsdrivare identifierats, där ökad produktionsvolym i kombination med en gradvis reducerad kostnadsbas bedöms kunna realisera en stark finansiell hävstång.

Gynnsamma förutsättningar att skala upp produktionen

Efter att den första produktionsanläggningen färdigställdes i Örnköldsvik under Q2-24 har Bolaget successivt påbörjat driftsättning och kapacitetshöjande åtgärder. Uppstarten har varit mer komplex än förväntat, vilket initialt resulterade i en lägre produktionstakt och utebliven lönsamhet. Under inledningen av Q1-25 motsvarade produktionstakten en årstakt om ca 45 000 ton, att sätta i relation till målet om 100 000 årston SOP.

För att accelerera uppskalningen har Cinis, tillsammans med Bolagets teknikleverantör, genomfört flera optimeringsåtgärder, däribland justeringar av styrsystemet, förbättrad drifttillgänglighet samt processförändringar för att möjliggöra fler driftstimmar per dygn. Dessa åtgärder har burit frukt, och under mars månad uppgick produktionstakten till en årstakt om ca 60 000 ton.



Vidare planeras omläggning av en pipeline för att förbättra vattenbalansen samt utbyte av en fläktmotor, åtgärder som förväntas öka produktionstakten till ca 90 000 årston under Q3–25 och full kapacitet under Q4–25, motsvarande en årstakt om 100 000 ton. Den kritiska volymnivån för att nå break-even, givet nuvarande försäljningspriser och kostnadsstruktur, bedöms vara 75–80 000 ton SOP per år.

Med beaktande av att Bolaget på sikt bedöms kunna 1) höja försäljningspriserna och 2) sänka kostnaderna för insatsvarorna, bedömer Analyst Group att Bolaget har gynnsamma förutsättningar att uppnå en attraktiv lönsamhetsprofil och nå det långsiktiga målet om en EBITDA-marginal om 25 % år 2026. I detta scenario estimeras full produktion motsvarande 100 000 ton SOP per år.

Operativa & finansiella mål – Anläggning #1



Produktionskapacitet

100 000 ton kaliumsulfat (SOP) per år från anläggningen i Örnsköldsvik



Lönsamhet

EBITDA-marginal > 25 %



Skuldsättning

≤ 2,5x Nettoskuld/EBITDA

Lönsamhetsgrund som bas för geografisk expansion

Det primära fokuset under den närmaste tiden ligger på att färdigställa produktionsuppskalningen av kaliumsulfat och därigenom uppnå lönsamhet i den befintliga anläggningen i Örnsköldsvik, vilken utgör grunden för fortsatt expansion.

Cinis har som långsiktig målsättning att expandera verksamheten genom etablering av fler produktionsanläggningar och därigenom uppnå en årlig produktionsvolym om ca 1,5 miljoner ton SOP till år 2030. För att konkretisera detta mål motsvarar 1,5 miljoner ton SOP, givet ett spotpris om ca 6 400 kr per ton (Q1–25), en potentiell nettoomsättning om ca 9,6 mdSEK, vilket illustrerar Cinis offensiva tillväxtambition.

För att möjliggöra en kapitaleffektiv expansion på längre sikt utvärderar Bolaget en modell där framtida produktionsanläggningar uppförs av externa aktörer och därefter leasas och opereras av Cinis. En sådan struktur skulle möjliggöra en snabbare geografisk etablering utan att belasta Bolagets balansräkning i samma utsträckning, genom minskad kapitalbindning och lägre beroende av internt genererade kassaflöden. I detta syfte har ett samarbetsavtal ingåtts med WA3RM, i syfte att gemensamt utvärdera möjligheten till ett sådant upplägg, där WA3RM avser att strukturera extern finansiering av nya produktionsanläggningar som Cinis sedan leasar och driver.

USA-expansion med stöd av batteriindustrins restflöden

En planerad produktionsanläggning i Hopkinsville, Kentucky (USA), har kommunicerats som nästa steg i Cinis långsiktiga expansionsplan. Anläggningen är tänkt att uppnå en årlig kapacitet om ca 300 000 ton SOP, motsvarande tre gånger volymen vid Örnsköldsvik. Projektet är avsett att nyttja restflöden av natriumsulfat från batteritillverkaren Ascend Elements, som enligt avtal avser leverera upp till 240 000 ton natriumsulfat årligen under en period om 10+5 år. Cinis följer utvecklingen av Ascends fabrik noggrant, i syfte att tidsmässigt matcha uppbyggnaden av den egna anläggningen. Därtill har avsiktsförklaringar ingåtts med K+S avseende såväl försörjning av kaliumklorid (MOP) som försäljning av hela den planerade SOP-volymen. Som stöd för etableringen har Bolaget även beviljats regionala skattelättnader om upp till 1,75 MUSD.

Bolaget för i dagsläget aktiva dialoger med över 20 aktörer kring möjligheten att samlokalisera en SOP-anläggning med deras industriella verksamhet. Merparten av dessa diskussioner härrör från batteritillverkare, med varierande mognadsgrad, från etablerade fabriker till planerade anläggningar, och representerar en bred geografisk spridning. En framtida etablering är dock avhängig att plats, råvaruflöden, energikostnader och logistikförutsättningar samverkar på ett sätt som möjliggör industriell effektivitet.



"Med en färdigställd anläggning som producerar en råvara med växande efterfrågan, i kombination med långsiktiga leveransavtal och en patenterad, cirkulär process som förenar miljöprofil med kostnadseffektivitet, har Cinis etablerat en tydlig plattform för lönsam tillväxt. Bolaget har nu visat handlingskraft genom riktade åtgärder, vilket har resulterat i att produktionstakten successivt ökat, från en årstakt om ca 45 000 ton i början av Q1–25 till ca 60 000 ton i mars. Med en kostnadsstruktur där fasta komponenter utgör en betydande andel, och insatskostnader successivt kan reduceras genom regional sourcing och logistikoptimering, skapas en strukturell hävstång som förväntas materialiseras i takt med att volymerna skapas upp", säger ansvarig analytiker på Analyst Group.

Marknadsanalys

Jordbruksindustrin står för ca 30 % av världens totala växthusgasutsläpp, vilket har ökat efterfrågan på mer effektiva och hållbara odlingsmetoder.¹ I detta sammanhang har intresset för hållbart producerat mineralgödsel ökat markant, ett område där Cinis har en stark position genom Bolagets patenterade och klimatvänliga produktionsprocess. Den globala marknaden för mineralgödsel, och särskilt kaliumsulfat (SOP), drivs av ett flertal strukturella megatrender, däribland en växande befolkning, ökad livsmedelsefterfrågan, minskad odlingsbar yta per capita samt klimatförändringar.

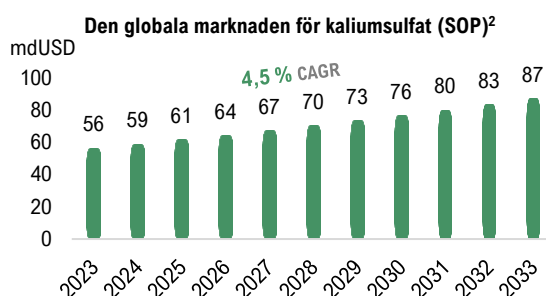
Koldioxid, syre, vatten och mineraler är alla komponenter som krävs för att växter ska kunna växa. De förstnämnda absorberas av bladen, medan vatten och mineraler tas upp via rötterna. Vid ett aktivt jordbruk försvinner dock en betydande mängd näringsämnen från jorden, varför mineralgödsel, som förser grödor med näring anpassad efter jordmån och grödtype, utgör en naturlig del av det moderna jordbruket.

De tre primära typerna av mineralgödsel baseras på grundämnena kväve (N), fosfor (P) och kalium (K). Dessa skiljer sig åt vad gäller marknadsstorlek, kemisk sammansättning, fördelar och användningsområden.

Kaliumgödselmarknaden

Cinis producerar ett fossilfritt, cirkulärt och miljövänligt kaliumbaserat mineralgödsel, närmare bestämt kaliumsulfat (Sulfate of Potash, SOP). Inom kategorin kaliumbaserat gödsel ingår även kaliumklorid (Muriate of Potash, MOP), vilket utgör en av Cinis insatsvaror i produktionen av SOP. Kaliumbaserade mineralgödselprodukter bidrar till ökad avkastning per hektar genom att stärka grödors motståndskraft, förbättra kvalitet och skördeutfall samt öka toleransen mot kyla och torka. Till skillnad från fosfor, som främst stödjer rotutveckling, och natrium, som i högre doser kan vara skadligt, spelar kalium en nyckelroll i växtens vattenbalans och stresstålighet, vilket är särskilt värdefullt i ett mer klimatutsatt jordbruk.

Den globala marknaden för kaliumsulfat (SOP) uppgick år 2023 till drygt 6 miljoner ton, med ett uppskattat marknadsvärde om ca 56,3 mdUSD. Marknaden estimeras växa till 87,1 mdUSD år 2033, vilket motsvarar en genomsnittlig årlig tillväxttakt (CAGR) om ca 4,5 % under prognosperioden.² Marknaden har historiskt uppvisat stabil tillväxt och låg cyklicitet, givet den kontinuerliga efterfrågan på livsmedel.

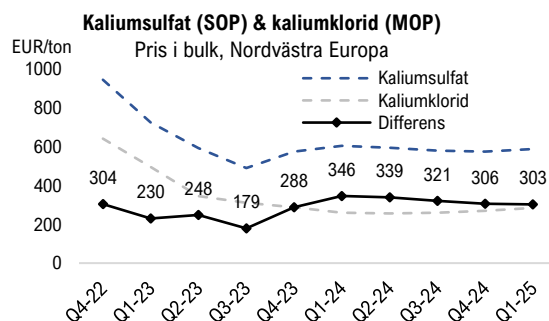


Torka och salinitet driver efterfrågan på SOP

I regioner med torra jordar och begränsad vattentillgång, såsom delar av Mellanöstern och Nordafrika, observeras en växande preferens för SOP på bekostnad av MOP. Den bakomliggande drivkraften är agronomisk: kloridjonerna i MOP tenderar att öka markens salinitet och försämra vattenretention, vilket gör produkten mindre lämplig i områden med hög torkstress. SOP:s kloridfria profil gör det till ett mer skonsamt alternativ för saltkänsliga grödor, vilket i sin tur skapar strukturell efterfrågan i klimatmässigt utsatta jordbruksregioner. För Cinis, som producerar kloridfritt SOP genom en fossilfri och resurseffektiv process, innebär detta en tydlig marknadsmöjlighet.

Strukturellt underskott ger stöd åt SOP-priser

SOP har historiskt handlats till en premie jämfört med MOP, bl.a. då den dominerande produktionsmetoden, Mannheim-processen, använder MOP som insatsvara och är mer kostnadsintensiv, vilket driver upp marknadspriset. Prisskillnaden speglar både förädlingskostnader och ett mer begränsat utbud, varför SOP-priser tenderar att följa MOP med en strukturell premie. Trots att råvarupriserna har varierat, särskilt i spåren av de geopolitiska oroligheterna under åren 2021–2022, har prisdifferensen mellan MOP och SOP i regel legat mellan ca 200–300 EUR per ton. På kort sikt bedöms prisutvecklingen för SOP ha större uppsida än MOP, till följd av ett fortsatt underskott i marknaden, återvändande efterfrågan och begränsad export från Kina. Då Cinis intjäningsförmåga i hög grad påverkas av spreaden mellan inköpt MOP och sålt SOP, utgör denna prisdynamik en viktig lönsamhetsdrivare för Bolaget.



Lokal och fossilfri produktion – växande konkurrensfördel

Produktionen av kaliumsulfat (SOP) är starkt geografiskt koncentrerad, där Kina står för ca två tredjedelar av den globala volymen. Den kinesiska produktionen är fossilintensiv och exportberoende, vilket medför både miljömässiga och geopolitiska risker. De senaste årens leveransstörningar har blottlagt sårbarheten i beroendet av fjärrproducerade insatsvaror, särskilt inom livsmedelsförsörjningen, och lett till ett skifte mot mer lokal och robust leveranskapacitet. Europa är idag nettoimportör av SOP, vilket förstärker det strukturella värdet i Cinis position som lokal och fossilfri producent, en konkurrensfördel som bedöms öka i takt med skärpta krav på klimatprestanda och försörjningstrygghet.

¹FAO, Greenhouse gas emissions from agrifood systems. Global, regional and country trends, 2000–2022

²Spherical Insights, Global Sulphate of Potash (SOP) Market Insights Forecasts to 2033

Business Case

Attraktiv värdering givet full produktionskapacitet

Givet ett antagande där Cinis når målsättningen om produktion av 100 000 ton SOP per år och ett antaget försäljningspris om 6 000 kr per ton, motsvarar det en potentiell nettoomsättning om ca 600 MSEK. Det bör noteras att spotpriserna för SOP fluktuerar något men uppgick under Q1–25 i Europa till 588 EUR/ton, motsvarande 6 400 kr/ton, varför prisantagandet framstår som rimligt, särskilt mot bakgrund av en gradvis förbättrad leveransförmåga och produktkvalitet.

För att producera 1 ton SOP krävs det 0,79 ton natriumsulfat och 0,86 ton MOP. För natriumsulfat antas ett inköpspris om 1 000 kr/ton, vilket reflekterar den nuvarande importkostnaden från södra Europa, inklusive frakt. För MOP utgår vi från spotpriset under Q1–25 om ca 285 EUR/ton, motsvarande ca 3 100 kr/ton. Prisdifferensen mellan SOP och MOP i detta scenario uppgår till ca 300 EUR/ton, vilket visserligen är något över det historiska genomsnittet, men bedöms vara ihållande i närtid givet ett fortsatt utbudsunderskott på SOP-marknaden.

Utifrån ovanstående antaganden uppgår de totala råvarukostnaderna vid 100 000 tons produktion till ca 346 MSEK, vilket implicerar ett bruttoresultat om ca 254 MSEK. Gällande övriga rörelsekostnader (exkl. COGS och D&A) estimeras en run rate från Q1–25 om ca 39 MSEK per kvartal, motsvarande ca 154 MSEK på årsbasis. Detta mynnar ut i ett potentiellt EBITDA-resultat om 100 MSEK, motsvarande en EBITDA-marginal om 17 %.

Givet en Post Money-värdering om ca 248 MSEK, netto-skuldsättningen vid utgången av Q1–25 och en estimerad nettolikvid från kapitalanskaffningen, beräknas Bolagets Enterprise Value (EV) till ca 600 MSEK. Baserat på ovanstående antaganden implicerar detta att Cinis handlas till en EV/EBITDA-multipel om 6x, vilket Analyst Group bedömer som attraktivt givet skalbarheten i affärsmodellen vid ökade volymer, strukturell efterfrågan på SOP och möjligheten till ytterligare kostnadsoptimering över tid.

Illustrativt värderingsscenario¹



Givet en produktionsvolym om **100 000 ton SOP/år**,...

...estimeras ett **EBITDA-resultat** om ca **100 MSEK**, 

...motsvarande en **EV/EBITDA-multipel** om **6x** (Post-Money)

Noterbart är att flera potentiella värdedrivare inte inkluderats i detta räkneexempel, såsom intäkter från försäljning av biprodukten natriumklorid, volymrabatter på MOP, lägre inköpspriser för natriumsulfat via restströmmar samt generella kostnadsbesparingar genom ett optimerat logistikflöde. Därmed finns ytterligare potentiell uppsida i relation till det presenterade scenariot.

Tillgångsvärde indikerar dold värdepotential

Även om Cinis fortfarande befinner sig i en tidig kommersiell fas, anser vi att det är möjligt att härleda ett illustrativt underliggande värde redan innan Bolaget uppnått full produktionsfärdighet och lönsamhet. Ett sådant värde är det betydande strukturkapital och industriella fotfäste som byggts upp i form av produktionsanläggningen i Örnköldsvik. Genom att tillämpa en kostnadsbaserad värderingsmetod, där de ackumulerade investeringarna sedan år 2022 utgör en central parameter, kan man härleda vad som skulle krävas av en extern aktör för att från grunden bygga motsvarande anläggning och replikera Cinis produktionskapacitet. Detta illustrerar en tydlig inträdesbarriär och understryker att Bolaget etablerat en betydande industriell *moat*.

Sedan år 2022 har ca 821 MSEK investerats i anläggningen, vilken är dimensionerad för en årskapacitet om 100 000 ton fossilfritt kalium-sulfat. Därtill har Bolaget upprättat flera strategiska avtal för både insatsvaror och försäljning, däribland ett långsiktigt distributionsavtal med Van Iperen som omfattar hela produktionsvolymen. Under år 2024 har Cinis även visat att Bolaget kan producera och leverera högkvalitativt mineralgödsel i industriell skala, vilket validerar både tekniken och affärsmodellen. Det bör noteras att alla historiska investeringar inte per definition är värdeskapande, men det ackumulerade kapitalet utgör likväl en relevant värdeindikator i detta skede. I relation till Cinis Post Money-värdering om ca 248 MSEK, framstår diskrepansen gentemot de ackumulerade investeringarna som en tydlig fingervisning om det underliggande tillgångsvärdet som ännu inte reflekteras i aktiekursen.

Sammantaget anser Analyst Group att Cinis vid ett antagande om full produktion, tillsammans med en kostnadsbaserad värderingsmetod, tydliggör såväl potentialen i affärsmodellens lönsamhetsutväxling som det underliggande värdet i produktionsanläggningen och Cinis patenterade process. Med en anläggning i kommersiell drift, redo att skalas upp, långsiktiga avtal med etablerade aktörer samt verksamhet inom en strukturellt växande marknad, är Bolaget väl positionerat för nästa fas.

Kapacitetshöjande åtgärder, tekniska justeringar och ett successivt ökat kapacitetsutnyttjande, i kombination med identifierade möjligheter till lägre insatskostnader via regional sourcing och logistikoptimering, bedöms tillsammans skapa förutsättningar för att realisera den operationella hävstången i takt med att volymerna skalas upp. Således anser Analyst Group att en Pre-Money värdering om 72,5 MSEK erbjuder en attraktiv risk/reward, särskilt i ljuset av Bolagets tydliga hållbarhetsprofil och långsiktiga lönsamhetspotential.

Bakgrund, motiv och villkor till kapitalanskaffningen

Den 15 april meddelade Cinis att Bolaget har beslutat att genomföra en kapitalanskaffning om totalt 172 MSEK före emissionskostnader. Transaktionen omfattar två riktade emissioner om sammanlagt 16,2 MSEK, en företrädesemission om 145,1 MSEK samt en konvertibelemission om 10,8 MSEK. Syftet är att stärka likviditeten och tillgodose rörelsekapitalbehovet under den fortsatta uppskalningen av produktionsanläggningen i Örnsköldsvik. I samband med de riktade emissionerna får Bolaget in en ny ägare, Adam Nawrocki, med gedigen internationell erfarenhet av att bygga och bedriva produktion och försäljning av vattenlösliga konstgödsel.

Utöver detta har Cinis nått en principöverenskommelse med obligationsinnehavare om ändrade villkor, vilket förväntas frigöra ytterligare ca 56 MSEK fram till Q2-26. Totalt uppgår den potentiella likviditetsförstärkningen därmed till ca 228 MSEK.

Teckningskursen i både de riktade emissionerna och företrädesemissionen har fastställts till 1,00 kr per aktie, vilket motsvarar en Pre Money-värdering om ca 72,5 MSEK. Företrädesemissionen genomförs med företrädesrätt för befintliga aktieägare, där varje (1) aktie på avstämningsdagen ger rätt att teckna två (2) nya aktier. Teckningsperioden löper från den 21 maj till den 4 juni 2025. Emissionen omfattas av tecknings- och garantiåtaganden samt avsiktsförklaringar motsvarande ca 51 % av den totala emissionsvolymen, varav befintliga obligationsinnehavare står för garantiåtaganden om 48,3 %.

Principöverenskommelse avseende obligationer

I samband med kapitalanskaffningen har Cinis nått en principöverenskommelse med obligationsinnehavare om ändrade villkor i det utestående obligationslånet, som vid utgången av Q1-25 uppgick till ca 531 MSEK. Överenskommelsen omfattar bland annat att räntan fram till februari år 2026 helt eller delvis efterges eller kvittas mot aktier, att Bolaget får möjlighet att ta upp ny finansiering samt att vissa finansiella kovenanter lättas tillfälligt. Därtill konverteras 210 MSEK av utestående obligationer till nya super seniora obligationer med förfall år 2027. Struktureringen av dessa medför en avgift om 10,5 MSEK, vilken kvittas mot aktier. Sammantaget väntas ändringarna och eftergifterna under obligationsvillkoren stärka Cinis likviditet med ca 56 MSEK fram till Q2-26.

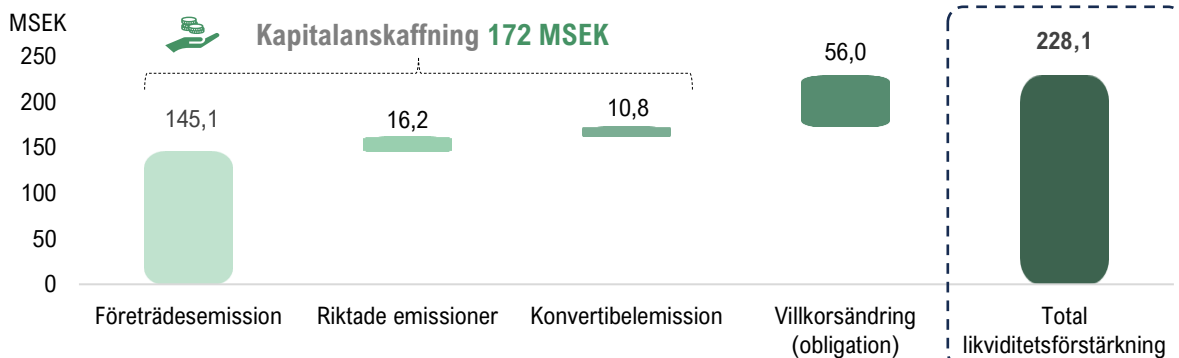
Bakgrund och syfte med kapitalanskaffningen

Sedan Cinis IPO år 2022 har Bolaget investerat ca 820 MSEK i produktionsanläggningen belägen i Örnsköldsvik, byggd för att producera miljövänligt kaliumsulfat (SOP) i industriell skala. Trots ett omfattande leveransavtal med Van Iperen har produktionsupptrappningen tagit längre tid än planerat. Under inledningen av år 2025 motsvarade produktionstakten omkring 45 000 ton per år, en följd av tekniska begränsningar och initial instabilitet i processens driftmiljö. För att åtgärda detta har Bolaget, i samarbete med teknikleverantören, genomfört systemjusteringar och kapacitetshöjande åtgärder, däribland omprogrammering av styrsystem och planerad installation av ny fläktmotor. Målsättningen är att nå 90 000 ton per år under Q3-25 och full kapacitet om 100 000 ton under Q4-25. Parallellt pågår arbete med att stärka prissättningen och sänka insatskostnader. För att säkerställa nödvändigt rörelsekapital under denna uppskalning genomförs nu en kapitalanskaffning.

Allokering av nettoliquid

Givet full teckning i företrädesemissionen tillförs Cinis ca 172,1 MSEK före emissionskostnader. Nettoliquiditeten avses primärt allokeras till att stärka Bolagets finansiella ställning och finansiera rörelsekapital kopplat till råvaruinköp under upptrappningen i Örnsköldsvik (ca 50 %). Resterande medel planeras fördelas på anläggningsförbättringar och reservdelar (ca 20 %) samt övrigt rörelsekapital och buffert (ca 30 %).

Sammantaget förväntas den pågående kapitalanskaffningen tillföra en bruttoliquid om ca 172 MSEK. Med beaktande av den principöverenskommelse som ingåtts med obligationsinnehavare, vilken bedöms frigöra ytterligare ca 56 MSEK, uppgår den potentiella likviditetsförstärkningen till totalt ca 228 MSEK. Nettoliquiditeten avses primärt stärka den finansiella ställningen och finansiera råvaruinköp under produktionsupptrappningen i Örnsköldsvik, samt till viss del allokeras till anläggningsförbättringar och rörelsekapital. Antalet utestående aktier kan, givet full teckning i företrädesemissionen samt genom de riktade emissionerna, konvertibelemissionen och kvittningsemissionen kopplad till strukturavgiften, som mest öka till ca 247,9 miljoner, från nuvarande 72,5 miljoner. Detta motsvarar en total utspädningseffekt om ca 70,7 %. Isolerat till företrädesemissionen uppgår utspädningen till ca 66,7 % för befintliga aktieägare som väljer att inte delta.



Disclaimer

Dessa analyser, dokument eller annan information härrörande AG Equity Research AB (vidare AG) är framställt i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analyserna är baserade på källor och uppgifter samt utlåtanden från personer som AG bedömer vara 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. Läsare kan anta att Analyst Group har mottagit ersättning för att framställa denna analysartikel.

AG Equity Research AB

Riddargatan 12B
114 35 Stockholm

Telefon: 08-410 112 15
E-post: info@analystgroup.se
Hemsida: www.analystgroup.se

Org.nr: 556999-0939

Analyst Group är ett växande analyshus med fokus på små- och microcap-bolag i Sverige. Sedan vår start år 2014 har vi utvecklat en djupgående kunskap och erfarenhet av att analysera och erbjuda aktieanalyser, samtidigt som vi hjälper företag att förbättra sina investerarrelationer för ökad förståelse och transparens. Som länk mellan investerare och företag ger vi stöd i investeringsbeslut, kapitalallokering och kommunikationsvägar.