

Kapitaltillskott förväntas accelerera kommersialiseringsresan

CirChem ("CirChem" eller "Bolaget") levererade under första kvartalet 2025 en stark omsättningstillväxt (82 % Y-Y) och solid kostnadskontroll. Kvartalet markerade en viktig kommersiell milstolpe då Bolaget inledde löpande leveranser till en global fordonstillverkare, ett samarbete som nu utgör grunden för minst 4,4 MSEK i årligen återkommande intäkter. Efter Q1-25 meddelade CirChem avsikten att genomföra en företrädesemission som vid full teckning förväntas tillföra en nettolikvid om ca 11,1 MSEK. Kapitalet avses allokeras till att omvandla en växande pipeline av kunddialoger till intäktsgenererande samarbeten, möjliggöra investeringar i kapacitet och teknik samt stärka närvaron inom prioriterade tillväxtsektorer, däribland fordons- och färgindustrin. Med en applicerad målmultipel om EV/EBITDA 10x på 2026 års estimerade EBITDA-resultat om 21,0 MSEK härleds ett motiverat nuvärde per aktie om 4,6 kr (5,6) i ett Base scenario, delvis en teknisk justering i spåren av företrädesemissionen.¹

Återkommande intäktsströmmar

CirChem rapporterade en nettoomsättning om ca 4,6 MSEK (2,5) under Q1-25, motsvarande en tillväxt om ca 82 % Y-Y. Utfallet var något lägre än Analyst Groups förväntningar, vilket delvis kan förklaras av slagighet Q-Q till följd av primärt linjära intäktsflöden. Ett viktigt steg togs dock under kvartalet i och med att löpande leveranser till en global fordonstillverkare inleddes, med återkommande intäkter om minst 4,4 MSEK på årsbasis. Parallellt har Bolaget en bred pipeline av pågående pilotprojekt inom fordons- och färgindustrin, där kommersiella förhandlingar förs med en aktör. Analyst Group bedömer att CirChem är på rätt väg i arbetet med att successivt etablera en mer förutsägbar intäktsmodell, där en ökande andel återkommande affärer, i kombination med stigande volymer, väntas minska slagigheten och stärka förutsättningarna för uthållig lönsamhet över tid.

Etablering av nytt kontor belastar övriga externa kostnader

Under Q1-25 ökade rörelsekostnaderna (exkl. avsk.) med 23 % Y-Y men minskade med 8 % Q-Q, uppgående till ca 7,1 MSEK (5,8) under kvartalet. Kostnadsökningen Y-Y förklaras huvudsakligen av högre övriga externa kostnader, vilka steg med 24 %, bl.a. till följd av etableringen av det nya kontoret vid anläggningen. Personalkostnaderna ökade däremot endast med 4 % Y-Y, vilket, i relation till omsättningstillväxten om 82 %, illustrerar affärsmodellens skalbarhet. Med en stabil personalbas, som vid behov kan förstärkas temporärt genom inhyrda resurser, bedömer Analyst Group att CirChem har en flexibel kostnadsstruktur som möjliggör effektiv kapacitetsanpassning i takt med tillväxt.

Den långsiktiga tillväxtpotentialen är intakt

Vi har reviderat omsättningsprognoserna för åren 2025-2026 till följd av lägre tillväxt än förväntat. Givet affärsmodellens slagighet förväntar vi oss fortsatt variation mellan kvartal, beroende på tidpunkt och karaktär för inkommande orders. Vi bedömer att CirChem har goda möjligheter att öka omsättningen väsentligt över tid, genom en kombination av cirkulära kretsloppslösningar och större engångsorders. Med ett estimerat EBITDA-resultat om 21,0 MSEK år 2026, en applicerad målmultipel om EV/EBITDA 10x, en antagen WACC om 12,2 % samt med hänsyn till kapitalstrukturen justerat för den stundande emissionen, härleds ett motiverat nuvärde om 4,6 kr per aktie i ett Base scenario.¹

VÄRDERINGSINTERVALL

Bear
1,9 kr

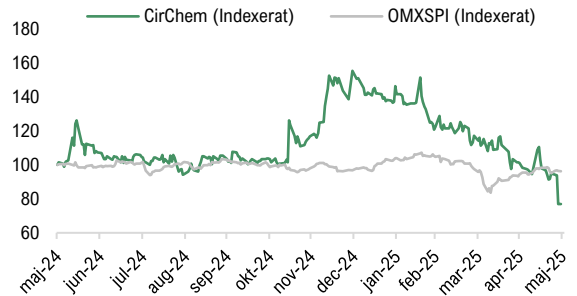
Base
4,6 kr

Bull
6,7 kr

NYCKELDATA

Senast betalt (2025-05-30)	2,0
Antal Aktier (st.)	40 205 839 ¹
Market Cap (MSEK)	79,2 ¹
Nettokassa(-)/skuld(+) MSEK	-11,1 ¹
Enterprise Value (MSEK)	68,1 ¹
Lista	Nasdaq First North Growth Market
Kvartalsrapport 2 2025	2025-08-14

KURSENTVECKLING



HUVUDÄGARE (HOLDINGS, 2025-04,30)

Insynsperson

Anders Wiger	9,7 %
QQM Fund Management AB	8,2 %
ALMI Invest Fond SI AB	7,6 %
Johan Norell Bergendahl	6,4 %
Håkan Jensen	5,2 %

PROGNOS (BASE), MSEK	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E
Nettoomsättning	0,1	0,6	5,7	20,7	39,0	81,3
Bruttoresultat ²	2,7	3,0	3,2	20,7	25,2	51,4
Bruttomarginal (adj.) ³	neg.	neg.	34,9%	69,5%	55,0%	59,0%
Rörelsekostnader	-19,5	-22,9	-18,7	-20,5	-22,5	-30,5
EBITDA ²	-16,7	-19,9	-15,6	0,3	2,7	21,0
EBITDA-marginal (adj.) ³	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	21,5%
P/S	921,0	134,0	13,8	3,8	2,0	1,0
EV/S	791,7	115,2	11,9	3,3	1,7	0,8
EV/EBITDA	-4,1	-3,4	-4,4	260,9	25,6	3,2

¹Den uppskattade nettokassan baseras på siffror från Q1-25, justerat för den estimerade nettolikviden om 11,1 MSEK från företrädesemissionen, givet full teckning. Vidare har antalet utestående aktier justerats med hänsyn till emissionen.

²Inkl. aktiverat arbete och övriga intäkter.

³Exkl. aktiverat arbete och övriga intäkter.

Introduktion

Innehållsförteckning

Investeringsidé	3
Kommentar Q1-rapport	4-5
Företrädesemission Q2-25	6-7
Bolagsbeskrivning	8-9
Marknadsanalys	10-11
Finansiell prognos	12-16
Värdering	17
Bull & Bear scenario	18
Ledning & Styrelse	19
Appendix	20-22
Disclaimer	23

OM BOLAGET

CirChem AB ("CirChem" eller "Bolaget") är det ledande 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.

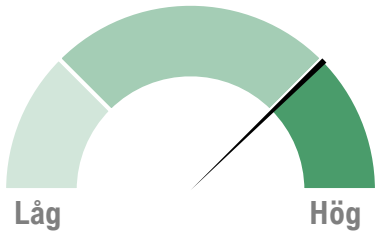
VD OCH ORDFÖRANDE

Verkställande Direktör	Petra Sas
Styrelseordförande	Mats Persson

ANALYTIKER

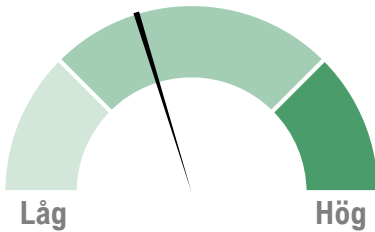
Namn	Oscar Mårdh
Telefon	+46 76 044 29 70
E-mail	oscar.mardh@analystgroup.se

Värde drivare



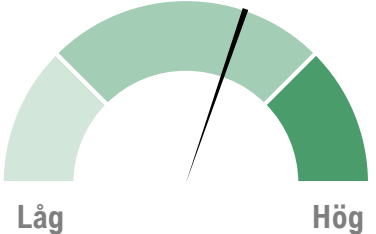
CirChem har en etablerad anläggning med tillstånd att hantera 20 000 ton lösningsmedelsavfall per år, och utifrån befintliga ramavtal finns goda möjligheter att skala upp volymerna framgent. Vidare genomför CirChem tre parallella pilotprojekt med ledande aktörer inom fordons- och färgindustrin avseende slutna kretsloppslösningar, vilka har potential att konverteras till konkreta affärer med återkommande intäktsströmmar. Ytterligare värde drivare framgent består av större engångsordrar i liknande dignitet som den Bolaget erhöll från Stena Recycling Danmark under Q2-24.

Lönsamhet



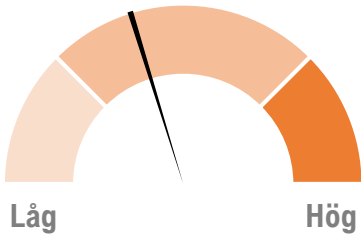
Efter flera år av negativa rörelseresultat, präglade av blygsam försäljning och en stabil kostnadsbas, antyder år 2024 en vändpunkt. Den starka omsättningstillväxten har bekräftat affärsmodellens underliggande skalbarhet, då kostnaderna inte ökat i samma takt. Det justerade EBIT-resultatet för helåret 2024 uppgick till -6,2 MSEK, medan Q3-24 stod ut med 3,2 MSEK och en justerad EBIT-marginal om 31 %. Med ökade volymer ser Analyst Group goda möjligheter till marginalexpansion framgent. Betyget är baserat på historik och är således inte framåtblickande.

Ledning & Styrelse



Petra Sas som varit styrelseledamot i CirChem sedan en tid tillbaka klev 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 de senaste åren har Petra successivt ökat sitt innehav, vilket i dagsläget motsvarar ca 2,0 % av aktierna, vilket ingjuter förtroende för att skapa ytterligare aktieägarvärde. 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 rätt förutsättningar för att kunna optimera anläggningen framgent.

Risk



Under Q2-25 meddelade Bolaget avsikten att genomföra en företrädesemission, vilken estimeras tillföra CirChem ca 11,1 MSEK efter emissionskostnader, givet full teckning. Med beaktande av kassan och skulderna vid utgången av Q1-25 estimeras nettokassan till ca 11,1 MSEK. Vidare kan optionsinlösen (T03) vid full teckning tillföra ca 4,1 MSEK under Q3-25, vilket därmed förväntas stärka balansräkningen ytterligare. Ovan nämnda kapitaltillskott bedöms utgöra en solid grund för att exekvera på de pågående pilotprojekten samt de strategiska tillväxtinitiativ framgent.

Investeringsidé

Inträdesbarriär och inläsningseffekter kan ge CirChem en stark marknadsposition

Marknaden för lösningsmedel är omfattande och används inom i princip all tillverkande industri. Lösningsmedel som etanol, aceton och isopropanol innebär ofta betydande kostnader för företag, antingen för destruktion eller vidare hantering. CirChem möjliggör istället återvinning av dessa lösningsmedel, vilket både minskar kundernas kostnader och bidrar till en mer hållbar resursanvändning. 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.

First mover
advantage

Regleringar förväntas driva på tillväxten

CirChem är det ledande företaget i Norden med en anläggning som i dagsläget kan rena lösningsmedel för återvinning i industriell skala. Bolaget optimerar återvinningen genom att tillämpa reningstekniker anpassade för respektive avfallsström, vilket gör processen både hållbar och lönsam. Miljöaspekten utgör därmed en betydande konkurrensfördel för CirChems lösningar. Samtidigt utvecklas lagstiftningen kontinuerligt mot ökad tillämpning av BAT (Best Available Technology) samt återanvändning och återvinning, vilket ytterligare talar för CirChems lösningar och stärker Bolagets position. Eventuella konkurrenter skulle behöva sätta upp en eller flera nya anläggningar om de avser konkurrera med CirChems hantering av farligt avfall och återvinningslösningar, 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.

Miljöaspekten
ger CirChem
en stor fördel

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 säljaval. 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. Under Q1-25 meddelade CirChem att hela ordern tagits emot och att drygt 50 % av avfallsvolymen återvunnits och sålts till kemikaliemarknaden under H2-24, vilket Analyst Group bedömer bådar för fortsatt tillväxt under år 2025, då resterande volym säljs.



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 aceton 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. Bolaget driver för närvarande tre parallella pilotprojekt med två ledande aktörer inom fordonsindustrin och en inom färgindustrin, med potential att skapa 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 omsättningen stiga från 20,7 MSEK under år 2024 till ca 81 MSEK år 2026, med ett EBITDA-resultat om ca 21 MSEK. Med en applicerad målmultiplikator om EV/EBITDA 10x och en antagen diskonteringsränta om 12,2 %, erhålls ett potentiellt motiverat nuvärde per aktie om 4,6 kr.

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

Kommentar Q1-rapport

Fortsatt stark omsättningstillväxt och påbörjade leveranser till fordonstillverkare

82 %
Tillväxt Y-Y

Under det första kvartalet 2025 uppgick CirChems nettoomsättning till ca 4,6 MSEK (2,5), vilket motsvarar en omsättningstillväxt om 82 % Y-Y. Lejonparten av intäkterna härrörde från försäljning av återvunna lösningsmedel, främst från enskilda ordrar i form av styckegods samt återkommande avfallsströmmar. Under kvartalet påbörjade Bolaget även löpande leveranser till en global fordonstillverkare, hänförligt till det avtal som slöts under Q2-24 och som omfattar återkommande intäkter om minst 13,2 MSEK över tre år.

Därtill har Bolaget under Q1-25 slutfört ordern från Stena Recycling DK. Vid utgången av Q4-24 hade ca 50 % av avfallsvolymen återvunnits och sålts, och Bolaget meddelar i Q1-rapporten att återstående fraktioner nu behandlas, där de mer komplexa delarna hanteras med god processanpassning. Analyst Group bedömer att den första hälften av avfallet utgjordes av mer lätthanterliga fraktioner, varför resterande volymer förväntas ta längre tid att behandla. Detta bedöms dock kunna bidra positivt till omsättningstillväxten under kommande kvartal.

**Inneboende
slagighet mellan
kvartalen**

CirChem befinner sig i en tidig och expansiv uppbyggnadsfas, där Bolaget ännu inte har etablerat en bred bas av återkommande avfallsströmmar. Detta bidrar till viss intäktsmässig slagighet mellan kvartalen, särskilt då varje avfallsström är unik och kräver anpassade processer för effektiv återvinning. På kort sikt kan detta skapa operativa utmaningar och temporära flaskhalsar, men på längre sikt genererar det ett värdefullt tekniskt förspår. Under Q1-25 har Bolaget produktionsmässigt haft vissa variationer i destillationsprocessen, vilket adresseras genom ett riktat underhållsarbete med avsikt att höja och stabilisera kapaciteten ytterligare, ett naturligt steg i produktions- och processverksamheter. Genom att kontinuerligt utveckla Bolagets processförståelse bygger CirChem upp ett starkt know-how kring behandling av olika avfallstyper, ett område där få aktörer besitter motsvarande kompetens, vilket således stärker Bolagets konkurrensfördel.

Hög tillväxt (82 %) och måttlig kostnadsökning (23 %) bekräftar skalbarhet

Bruttomarginalen uppgick till 69,0 % (68,9) under Q1-25, i linje med motsvarande period föregående år. Tittar vi längre ned i resultaträkningen uppgick personalkostnaderna, vilka utgör Bolagets största kostnads-post, till ca 3,4 MSEK (3,3), en ökning om ca 4 % Y-Y samt en minskning om 3 % Q-Q. Beträffande de övriga externa kostnaderna uppgick dessa till ca 2,1 MSEK (1,7) under Q1-25, en ökning om 24 % Y-Y och 11 % Q-Q, där ökningen kan tillskrivas arbeten med etableringen av det nya kontoret på anläggningen som stod klart under Q1-25.

+23 % Y-Y
Rörelsekostnader
(exkl. avskrivningar)

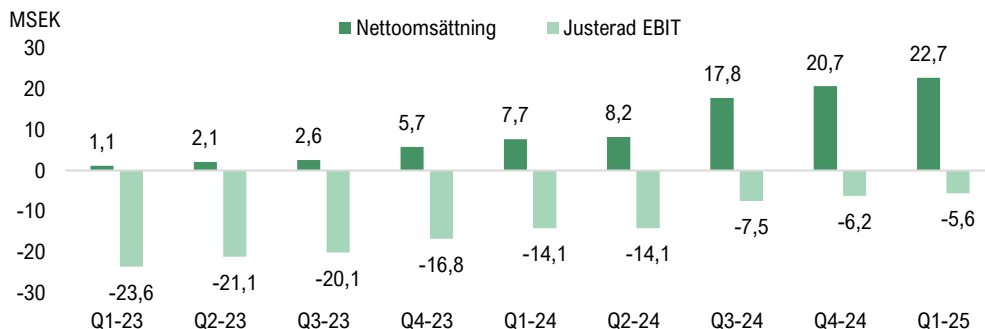
Summerat uppgick de totala rörelsekostnader (exkl. avskrivningar) till ca 7,1 MSEK (5,8), motsvarande en ökning om 23 % i jämförelse med Q1-24. Den växande kostnadsmassan är en direkt konsekvens av högre förbrukningskostnader relaterade till den ökade mängden avfall som processats vid anläggningen i Vargön, samt tidigare nämnda kostnader hänförligt till byggnationen av kontoret. Analyst Group vill dock lyfta fram att rörelsekostnaderna enbart växer med 23 % Y-Y samtidigt som top-line tillväxten uppgick till 82 % Y-Y, ett kvitto som återigen bekräftar skalbarheten i CirChems affärsmodell.

-2,7 MSEK
Justerat EBIT-
resultat

CirChem rapporterade ett rörelseresultat (EBIT) om -1,2 MSEK (-3,1) under Q1-25, och justerat för aktiverat arbete samt övriga rörelseintäkter och kostnader uppgick rörelseresultatet till ca -2,7 MSEK (-3,3). Under kvartalet uppgick aktiverat arbete till ca 1,6 MSEK, hänförligt till projektet som delfinansieras av Klimatklivet.

Den operationella hävstången i affärsmodellen realiserar vid högre volymer.

Nettoomsättning och justerat EBIT-resultat, LTM



Källa: CirChem

Kommentar Q1-rapport

Långtgående piloter och kommersiella förhandlingar borgar för ytterligare avtal under år 2025

Som tidigare nämnts inledde CirChem under Q1-25 löpande leveranser till en global fordonstillverkare, vilket bedöms generera återkommande intäkter om minst 4,4 MSEK årligen – ett konkret exempel på hur Bolagets cirkulära affärsmodell nu materialiseras i kommersiella flöden. Parallellt har två framgångsrika pilotprojekt genomförts med ytterligare aktörer inom fordons- och komponentindustrin. Med den ena pågår nu kommersiella förhandlingar, medan tekniska kravspecifikationer slutförs för den andra.

Därtill driver CirChem pågående piloter inom färgindustrin i Sverige och Norge, vilket enligt Analyst Group talar för att ytterligare affärer kan realiseras under året inom slutna kretsloppslösningar. Även om säljcyklerna är komplexa och utdragna, skapar just detta höga trösklar för konkurrenter. I takt med att CirChem blir en integrerad del i kundernas avfallshantering och hållbarhetsomställning ökar inläsningseffekterna, vilket i förlängningen banar väg för stabila och förutsägbara intäktsströmmar, tillika kassaflöden. Genom Bolagets starka know-how och centrala roll i värdekedjan positioneras CirChem som en cirkulär hanterare och kemikalieleverantör, snarare än en traditionell avfallshanterare. Detta ger Bolaget en roll som närmast kan liknas vid en trusted advisor, vilket ytterligare stärker CirChems konkurrensfördel.

Strategiska investeringar för framtida tillväxt

För att möta en successivt ökande efterfrågan genomför CirChem löpande kapacitetshöjande investeringar. Nästa steg är etableringen av ett nytt laboratorium med syftet att stärka kvalitetssäkringen och möjliggöra ökad kundpassning. Givet att samtliga inkommande avfallsströmmar måste analyseras innan återvinning och försäljning kan ske, utgör labbet en nyckelkomponent i Bolagets produktionsprocess och en förutsättning för skalbar tillväxt. Parallellt förbereds bygglovsprocesser för framtida utbyggnad av lagrings- och produktionsytor, ett logiskt nästa steg i takt med att volymerna förväntas öka. Analyst Group bedömer att dessa investeringar skapar förutsättningar för ökad operationell hävstång på sikt. Därutöver har CirChem under Q1-25 inlett ett AI-projekt i samarbete med Almi och AI Sweden. Syftet är att utvärdera hur AI kan tillämpas för att optimera interna processer, inklusive flödeshantering, processstyrning och kvalitetssäkring. Även om det ännu befinner sig i ett tidigt skede, ser Analyst Group en betydande långsiktig potential, särskilt mot bakgrund av den komplexitet som uppstår i hanteringen av avfallsströmmar med hög varians och kontamineringsgrad. I takt med ökade volymer bedöms AI kunna spela en allt viktigare roll i att stärka CirChems interna effektivitet och marginalstruktur.

Robust balansräkning möjliggör fortsatt strategisk flexibilitet

Det operativa kassaflödet från den löpande verksamheten uppgick till ca -2,0 MSEK (-2,9), där förändring av rörelsekapital har en negativ inverkan på kassaflödet med ca 0,8 MSEK. Bolagets investeringar (CAPEX) uppgick till ca 1,0 MSEK (0,6) under Q1-25, vilket innebär att det fria kassaflödet uppgår till -2,9 MSEK (-3,5). Den framtida investeringsnivån bedöms i hög grad styras av typen av lösningsmedelsavfall som ska hanteras, vilket i sin tur beror på vilka kundavtal som sluts och med vilken typ av aktörer.

Vid utgången av Q1-25 uppgick kassan till ca 8,3 MSEK, vilket motsvarar Bolagets räntebärande skulder. Nettokassan uppgick därmed till ca 0 MSEK. Utöver detta kvarstår 3 MSEK att erhålla från Naturvårdsverket inom ramen för det beviljade klimatinvesteringsstödet från Q2-23. Därtill kan inlösen av teckningsoptioner av serie TO3 potentiellt stärka balansräkningen ytterligare under Q3-25 med ca 4,1 MSEK vid full teckning.

Sammanfattningsvis anser Analyst Group att CirChems första kvartal ytterligare utgör en bekräftelse på att Bolaget successivt tar kliv i rätt riktning. Även om Analyst Group hade förväntat sig en något högre omsättning under årets inledande kvartal, ser vi positivt på att den underliggande skalbarheten återigen gör sig påmind, något som illustreras av den robusta omsättningstillväxten i relation till kostnadsmassans utveckling. Med en gedigen pipeline av potentiella affärer som på sikt kan generera återkommande intäktsströmmar, samt strategiska investeringar i syfte att öka kapaciteten och effektivisera verksamheten, bedömer Analyst Group att Bolaget lägger grunden för ökade volymer och fortsatt tillväxt framgent.



Företrädesemission Q2-25

Företrädesemissionen i kort

CirChem meddelade den 27 maj 2025 att Bolaget, med stöd av bemyndigande från årsstämman, har beslutat att genomföra en nyemission av högst 6 700 973 aktier, från 33 504 866 aktier till 40 205 839 aktier. Emissionen genomförs med företrädesrätt för befintliga aktieägare, till en teckningskurs om 2,0 SEK per aktie, motsvarande en rabatt om 16,7 % mot med stängningskursen om 2,4 kr den 27 maj 2025.

Vid full teckning tillförs CirChem en bruttolikvid om ca 13,4 MSEK. Efter avdrag för emissionskostnader, inkl. ersättning till garantier, vilka beräknas uppgå till högst ca 2,3 MSEK, uppgår nettolikviden till ca 11,1 MSEK. Bolaget har erhållit teckningsförbindelser (9,1 %) och garantiåtaganden (59,1 %) motsvarande totalt ca 68,2 % av emissionen. Varje (1) aktie som innehas på avstämningsdagen den 9 juni 2025 berättigar till en (1) teckningsrätt, varvid fem (5) teckningsrätter ger rätt att teckna en (1) ny aktie i emissionen. Handel i teckningsrätter förväntas pågå från och med den 11 juni 2025 till och med den 19 juni 2025, och teckningsperioden löper mellan den 11 juni och den 25 juni. Aktieägare som väljer att inte delta i företrädesemissionen kommer att få sin ägarandel utspädd med upp till ca 16,7 %.

Teckningsförbindelser och garantiåtaganden

Bolaget har erhållit teckningsförbindelser och garantiåtaganden om sammanlagt 68,2 % av företrädesemissionen. Teckningsförbindelserna har lämnats av styrelsemedlemmar och ledning, däribland CirChems VD Petra Sas samt styrelseordförande Mats Persson via bolag. Dessa uppgår sammantaget till ca 1,2 MSEK, motsvarande ca 9,1 % av emissionen. Garantiåtagandena är uppdelade i en bottengaranti och en så kallad Top-down-garanti. Bottengarantin uppgår till ca 6,8 MSEK, motsvarande ca 50,9 % av företrädesemissionen, och har lämnats av ett antal externa investerare mot en ersättning om 15 % av det garanterade beloppet. Top-down-garantin har lämnats vederlagsfritt av den befintliga aktieägaren Almi Invest och uppgår till ca 1,1 MSEK, motsvarande ca 8,2 % av emissionen. Garantiåtaganden inom ramen för botten-garantin frånfaller om emissionen tecknas till ca 60 % eller mer, och Top-down-garantin frånfaller om emissionen tecknas till 100 % eller mer, vilket innebär att garantiåtagandena endast utnyttjas i den mån emissionen inte blir tillräckligt tecknad.

Bakgrund och motiv samt allokering av nettolikviden

CirChem har under det senaste året tagit viktiga steg mot en skalbar och lönsam affärsmodell. Under Q1-25 inleddes leveranser till en global fordonstillverkare, pilotprojekt genomfördes med ytterligare två aktörer inom fordonsindustrin samt utökad antalet kunddialoger inom färgindustrin, där pilotprojekt pågår i både Sverige och Norge. Samtidigt har CirChem stärkt Bolagets operativa infrastruktur genom ett nytt kontor, ett modernt laboratorium är under uppbyggnad och Bolaget har tillträtt ny industrimark i Vargön för kommande expansion. För att möta den växande efterfrågan på cirkulära lösningar avser CirChem anskaffa kapital för att accelerera kommersialiseringen av pågående kundsamarbeten, möjliggöra investeringar i produktionskapacitet och teknik, samt stärka närvaron inom prioriterade sektorer.

Nettolikviden om ca 11,1 MSEK avses allokeras enligt följande:

- Utbyggnad av produktionskapacitet
- Kommersialisering av ytterligare kundsamarbeten inom fordons- och färgindustrin
- Färdigställande av nytt laboratorium för kvalitetssäkring
- Förberedelse för framtida lagrings- och produktionsytor



13,4 MSEK
Bruttolikvid

68,2 %
Tecknings- och
garantiåtaganden

**Kapital-
anskaffning
möjliggör
accelererade
tillväxtinitiativ**

Företrädesemission Q2-25

Analyst Groups syn på kapitalanskaffningen

Efter ett transformativt år 2024, präglat av stark operationell utveckling, volymtillväxt och minskade rörelseförluster, står CirChem väl positionerat för nästa fas i Bolagets kommersiella resa. Med en nettoomsättning om 22,7 MSEK LTM, motsvarande en tillväxt om hela 195 % jämfört med motsvarande period föregående år, och tydliga bevis på den skalbara karaktären i Bolagets cirkulära affärsmodell, ser Analyst Group positivt på den kapitalanskaffning som nu annonserats. Emissionen utgör en viktig pusselbit för att möjliggöra fortsatt tillväxt och stärkt positionering i en kapitalintensiv och cirkulär bransch som präglas av höga inträdesbarriärer och strukturell tillväxt.

Ett centralt kvitto på CirChems operativa kapacitet är det slutförda uppdraget åt Stena Recycling DK, där Bolaget har återvunnit och avyttrat cirka hälften av den levererade avfallsvolymen. Leveransförmågan i detta projekt understryker CirChems flexibilitet och tekniska försprång, vilket Analyst Group bedömer kan få positiva ringar på vattnet i form av ökat förtroende från nya kunder. Att Bolaget därtill har påbörjat löpande leveranser till en global fordonstillverkare, motsvarande intäkter om minst 13,2 MSEK över tre år, visar tydligt hur affärsmodellen nu övergår i återkommande, kontraktbaserade flöden.

Kapitalanskaffningen bedöms skapa den finansiella handlingsfrihet som krävs för att CirChem ska kunna exekvera på de tillväxtmöjligheter som ligger framför Bolaget, särskilt kopplat till befintliga och framtida pilotprojekt inom fordons- och färgindustrin. Trots att säljcyklerna i dessa sektorer är både komplexa och långdragna, ser Analyst Group detta som en strategisk fördel: höga inträdesbarriärer försvårar konkurrens och skapar djupare kundrelationer. I takt med att CirChem blir en integrerad del av kundernas avfalls- hantering och hållbarhetsstrategi ökar de kommersiella inlåsnings effekterna, vilket i förlängningen förväntas bana väg för mer stabila och förutsägbara intäktsflöden.

De investeringar som nu planeras, i form av utbyggd produktionskapacitet, ett nytt laboratorium samt förberedelser för framtida lagrings- och produktionsytor, förväntas ytterligare förstärka CirChems operationella plattform och kommersiella försprång. Dessa satsningar kräver kapital, men stärker samtidigt CirChems förmåga att leverera högkvalitativa återvinnings- och kemikalielösningar med betydande klimat- och affärsnytta. Analyst Group bedömer att CirChem i allt högre grad rör sig från att betraktas som en traditionell avfallshanterare till att inta en roll som cirkulär kemikaliepartner och strategisk rådgivare – ett skifte som i sig utgör en långsiktig konkurrensfördel.

Sammantaget anser Analyst Group att den förestående kapitalanskaffningen utgör ett strategiskt väl avvägt initiativ för att ge CirChem de finansiella resurser som krävs för att exekvera på en växande pipeline av kommersiella möjligheter. I takt med att Bolaget rör sig från en fas av teknisk validering till skalbar tillväxt ser vi ett ökat behov av investeringar i både produktionskapacitet och kvalitetsinfrastruktur. Den underliggande marknadsdynamiken, med stigande efterfrågan på cirkulära lösningar och höga inträdesbarriärer, skapar goda förutsättningar för lönsam tillväxt. Med flera pilotprojekt i gång, initiala återkommande intäktsflöden etablerade samt förstärkta inlåsnings effekter bedömer Analyst Group att emissionen stärker CirChems möjligheter att befästa positionen som en ledande aktör inom cirkulär återvinning i industriell skala.

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 årston avfall
- ☒ Försäljningsavtal om högst 320 MSEK under avtalsperioden¹
- ☐ 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 *lösningsmedelsavfall*. Det kontaminerade lösningsmedlet förbränns vanligen – vilket företaget betalar en miljöavgift för. Totalpriset som industriföretaget betalar är således dels inköpet av själva lösningsmedlet, dels förbränningen av den restprodukt som uppstår, vilket skapar kostnader i två ändar. Istället för att företaget skulle bränna lösningsmedelsavfallet är CirChems affärsmodell att ta emot det kontaminerade lösningsmedlet och återvinna detta genom att avlägsna kontaminerande kemikalier, 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 lösningsmedelsavfallet, 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 lösningsmedelsförsörjningen. 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 lösningsmedlet 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 lösningsmedelavfall till CirChem har inte möjlighet att ta emot det återvunna lösningsmedlet av regulatoriska krav, vilket ofta är fallet inom läkemedelsindustrin, varför CirChem i dessa fall kan sälja det återvunna lösningsmedlet till en aktör inom en annan industri. Det är värt att notera att CirChem säljer en stor del av det återvunna lösningsmedlet på termin och endast accepterar lösningsmedelsavfall där Bolaget bedömer att vidareförsäljningspotentialen är hög, vilket Bolaget besitter god kännedom om. I vissa fall är det inte möjligt att sälja det återvunna lösningsmedlet till andra aktörer, exempelvis på grund av dess specifika kemiska sammansättning, varför CirChem i sådana situationer antingen erbjuder en sluten kretslopps lösning där det renade och återvunna avfallet återgår till samarbetspartnern för återanvändning, alternativt avböjer att ta emot avfallet.

¹Avtalet 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

Vid full kapacitet har CirChem potential att generera betydande klimatbesparingar genom att ersätta nyttillverkade lösningsmedel med återvunna. En konservativ uppskattning visar att varje ton återvunnet lösningsmedel kan spara flera ton CO₂ jämfört med jungfrulig produktion. 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 ledande anläggningen i Norden som i dagsläget 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 intäkts- och resultatökning.

Ledande
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 inflöden och full anläggningsoptimering, kan generera en omsättning om 250 MSEK med en EBITDA-marginal om 15 %, motsvarande ett EBITDA-resultat om 37,5 MSEK. 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 engångsordrar, 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



Öka kapaciteten
till 25 000 ton/år



250 MSEK
i omsättning

Kort sikt

Lång sikt

Analyst Groups illustration

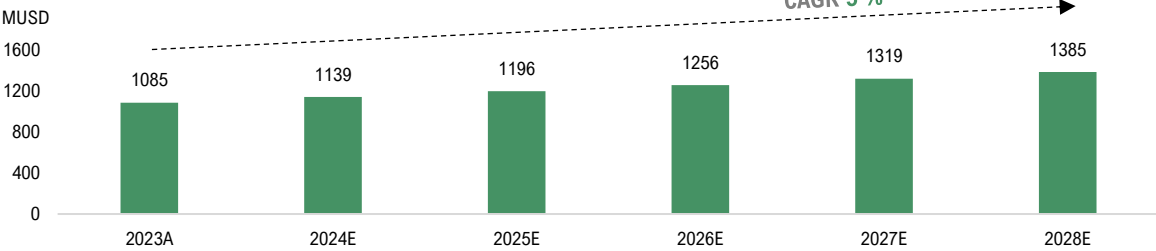
CirChem verkar inom marknaden för lösningsmedel, som främst används inom tillverkningsindustri, kemisk industri, livsmedelsindustri samt läkemedelsindustrin. Marknadssegmentet kan delas in ytterligare flera underkategorier, vari CirChem är av uppfattningen att industriella alkoholer utgör den största 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 8,2 % mellan åren 2024-2032, för att år 2032 uppnå ett marknadsvärde om ca 373 MdUSD.¹ Industriell alkohol har flera användningsområden inom läkemedelsindustrin, personlig vård och den kemiska industrin, där förbrukningen av dessa lösningsmedel utgör en anseelig kostnad för industriföretag att förbränna eller upparbeta efter användande. Den globala marknaden för återvinning av lösningsmedel värderades år 2023 till 1 085 MUSD och förväntas växa med en CAGR om 5 % fram tills år 2028, för att vid den tidpunkten värderas till ca 1 385 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 79 MSEK (2025-05-30), justerat för den stundande företrädesemissionen, hade således enbart en mindre andel av denna marknad inneburit ett betydande värde för CirChem.

~1 385 MUSD
Marknaden för
återvinning av
lösningsmedel
2028E

Den globala marknaden för återvinning av lösningsmedel estimeras värderas till ca 1 385 MUSD år 2028.

Globala marknaden för återvinning av lösningsmedel, 2023-2028E

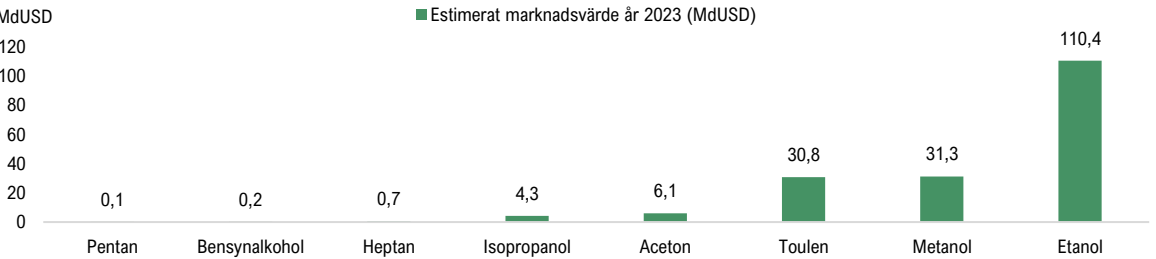


Källa: Markets and Markets – Solvent Recovery and Recycling Market, Global Forecast to 2028

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 år 2023.

Etanol och Metanol estimeras ha en adresserbar marknadsstorlek om ca 110 MdUSD respektive 31 MdUSD.

Segment och marknadsvärde av alkoholtyper, 2023



Marknadssegment	Estimerat marknadsvärde 2023 (MUSD)	Estimerat marknadsvärde år 2023 (MdUSD)	Estimerad tillväxt	Period (CAGR)	Relevans för CirChem	Källa
Pentan	123,3	0,1	3,1%	2024-2032	Medelhög	Expert Market Research
Bensynalkohol	237,5	0,2	3,9%	2024-2032	Medelhög	Expert Market Research
Heptan	741,4	0,7	5,6%	2024-2033	Medelhög	Future Market Insights
Isopropanol	4300	4,3	6,9%	2024-2030	Hög	Research and Markets
Aceton	6060	6,1	6,3%	2024-2034	Hög	Precedence Research
Toulen	30840	30,8	4,8%	2024-2032	Låg till medelhög	Fortune Business Insights
Metanol	31260	31,3	4,5%	2024-2032	Medelhög	Fortune Business Insights
Etanol	110400	110,4	5,5%	2024-2030	Hög	Maximize Market Research

¹<https://straitresearch.com/report/industrial-alcohol-market>

Marknadsanalys

Bransch med höga inträdesbarriärer

CirChem adresserar som nämnt främst stora industrier, kemi- och läkemedelsbolag, där stora volymer av lösningsmedel används, och dessa branscher karakteriseras av långsiktighet och av att vara processororienterade. Detta innebär att det råder en viss konservatism till nya processer eller nya leverantörer, men när de väl har bytt tenderar relationen att bli långvarig, varför en viss inläsningseffekt inom branschen råder. Vidare kännetecknas branschen som CirChem opererar inom av att ha höga inträdesbarriärer, då konkurrenter behöver designa och optimera en ny fungerande anläggning att bedriva verksamheten samt erhålla nödvändiga tillstånd, som kan vara tidskrävande. CirChem har i dagsläget den enda nordiska kommersiella anläggningen i drift som erbjuder cirkulär återvinning av flera olika slags lösningsmedel i industriell skala, 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 destillations-anläggningar inom sina existerande fabriker, vilket också är en barriär som verkar till CirChems fördel.

Skärpt konkurrens
validerar marknadens
potential

RAGN-SELLS

VILOKAN
GROUP

CirChem har, som tidigare nämnts, den enda nordiska anläggningen för industriell lösningsmedelsåtervinning som för närvarande är i drift. Konkurrenslandskapet har dock genomgått förändringar under det senaste året. Under Q3-23 inledde miljöföretaget Ragn-Sells och miljöteknikbolaget Vilokan byggnationen av en gemensam behandlingsanläggning för lösningsmedel vid Högbyp, utanför Stockholm. Denna anläggning beräknas ha en kapacitet att hantera 20 000 ton lösningsmedelsavfall per år vid full drift, med fokus på att rena och återvinna etanol, aceton och glykol. Den beräknade maxkapaciteten är i linje med CirChems nuvarande miljötillstånd, som omfattar hantering av 20 000 ton lösningsmedelsavfall per år. Anläggningen, som initialt planerades att vara i drift under hösten år 2024, har ännu inte färdigställts.

Att fler aktörer nu gör betydande investeringar i liknande anläggningar som CirChems understryker den växande efterfrågan på hållbara och cirkulära lösningar för hantering av lösningsmedelsavfall. Även om ökad konkurrens i förlängningen kan leda till prispress, stärker den växande konkurrensen valideringen av CirChems cirkulära affärsmodell, vilket kan påskynda marknadsacceptansen bland presumtiva kunder och bana väg för ytterligare avtal. Analyst Group bedömer att CirChem i dagsläget har ett *First Mover Advantage* gentemot konkurrenterna, vilket återspeglas i Bolagets framgångsrika volymuppskalning och ingångna samarbeten och pilotprojekt med ledande aktörer inom färg- och fordonsindustrin. Dessa samarbeten har potential att omvandlas till lönsamma, återkommande intäktsströmmar, vilket förväntas stärka CirChems marknadsposition ytterligare framgent.

Regulatorisk medvind

CirChem har ett stort stöd av regulatoriska regelverk, där en av de marknadsdrivande faktorer 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.

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten



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 åren 2023-2024 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.

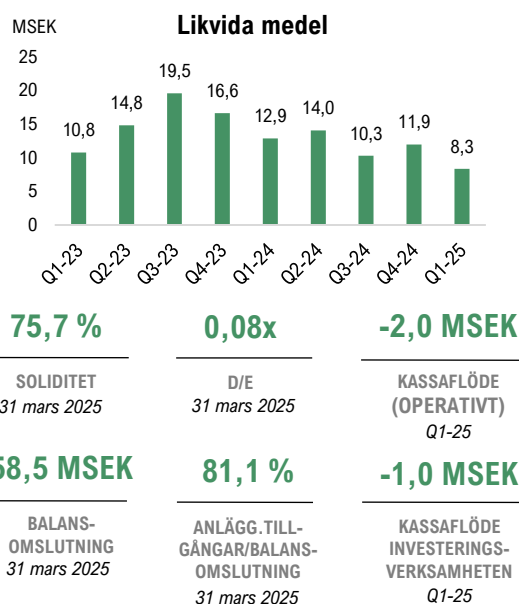
Även om grundinvesteringarna till stor del är gjorda, estimerar Analyst Group att CirChem dock löpande kommer att behöva 1) utöka kapaciteten genom att bygga ut och ersätta nuvarande produktionsanläggning, och 2) investera i ny utrustning för att skapa nya produktionslinor anpassade efter specifikt lösningsmedelsavfall. 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	2024A
Nettoomsättning	73	86	591	5 745	20 658
Aktiverat arbete	2 105	2 690	3 421	1 032	5 176
Övriga rörelseintäkter	314	114	97	119	1 184
Totala intäkter	2 492	2 890	4 109	6 896	27 018
Handelsvaror	-22	-158	-1 090	-3 742	-6 300
Bruttoresultat	2 470	2 732	3 019	3 154	20 718
Bruttomarginal (adj.)	69,9%	neg.	neg.	34,9%	69,5%
Övriga externa kostnader	-8 799	-14 807	-15 157	-8 276	-7 481
Personalkostnader	-2 375	-4 651	-7 715	-10 441	-12 924
Övriga rörelsekostnader	-4	-9	-18	-10	-52
EBITDA	-8 708	-16 735	-19 871	-15 573	261
EBITDA-marginal (adj.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Avskrivningar	-83	-83	-83	-50	-157
EBIT	-8 791	-16 818	-19 954	-15 623	104
EBIT-marginal (adj.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Finansiella intäkter	0	0	0	58	113
Finansiella kostnader	-553	-1 332	-2 764	-1 576	-1 288
EBT	-9 344	-18 150	-22 718	-17 141	-1 071
Skatt	0	0	0	0	0
Nettoresultat	-9 344	-18 150	-22 718	-17 141	-1 071
Nettomarginal (adj.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.

Källa: CirChem



Under Q2-25 meddelade Bolaget avsikten att genomföra en företrädesemission, vilken kan tillföra CirChem ca 13,4 MSEK innan emissionskostnader, givet full teckning. Syftet är att accelerera kommersialiseringen av pågående kundsamarbeten, möjliggöra investeringar i produktionskapacitet och teknik, samt stärka närvaron inom prioriterade sektorer, däribland fordons- och färgindustrin.

Vidare kan optionsinlösen av serie TO3 vid full teckning tillföra ytterligare ca 4,1 MSEK under Q3-25, vilket därmed förväntas stärka balansräkningen ytterligare. Sammantaget bidrar dessa kapitaltillskott till en reducerad finansiell risk och ökad finansiell flexibilitet, vilket ger Bolaget utrymme att exekvera på tillväxtdrivande initiativ och expandera produktionskapaciteten för att möta den ökade efterfrågan och därmed hantera större volymer.

Vid utgången av Q1-25 uppgick CirChems räntebärande skulder, korta och långa, till totalt 8,3 MSEK, i förhållande till CirChems nuvarande Market Cap om 79 MSEK, med hänsyn till emissionen, motsvarar det således en D/E-ratio om enbart 0,10x, vilket är att anse som lågt och sänker därmed den bolagsspecifika risken.

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

Finansiell Prognos

Under helåret 2024 uppgick Bolagets investeringar i materiella tillgångar till ca 6,3 MSEK, vilket kan tillskrivas etableringen av den nya produktionslinan, särskilt anpassad för fordons- och färgindustrin, samt kontinuerliga investeringar i produktionsanläggningen för att optimera kapacitets-utnyttjandet. Analyst Group estimerar att Bolaget kommer att vara i behov av ytterligare investeringar framgent, men att investeringsbehovet till stor del kommer att styras av vilken typ av lösningsmedelsavfall som avses hanteras.

Under Q1-25 uppgick det operativa kassaflödet från den löpande verksamheten till ca -2,0 MSEK (-2,9), där förändring av rörelsekapital hade en negativ inverkan på kassaflödet med ca 0,8 MSEK. Bolagets investeringar (CAPEX) uppgick till ca 1,0 MSEK (0,6) under Q1-25, vilket innebär att det fria kassaflödet uppgick till -2,9 MSEK (-3,5). Med en kassa om ca 8,3 MSEK vid utgången av Q1-25, i nivå med de rantebärande skulderna (nettokassa ca 0 MSEK), 3 MSEK i klimatinvesteringsstöd från Naturvårdsverket som ännu inte utbetalats, samt optionsinlösen av serie TO3 under Q3-25 som kan tillföra ca 4,1 MSEK vid full teckning, bedömer Analyst Group att CirChem har en robust finansiell ställning, vilket skapar flexibilitet framåt, vilket är av stor vikt då Bolaget har flertalet pilotprojekt igång som ännu inte genererar intäkter.

Omsättningsprognos

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 lämnar utrymme för eventuell upprevidering framgent. För andra scenarion, se *Bull-* och *Bear scenario* på sida 16.

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 ledande anläggningen i Norden som idag kan återvinna lösningsmedel med hjälp av destillation i industriell skala. Framgent är ett av CirChems delmål att bl.a. nå en teknisk kapacitet för hantering av 25 000 årston lösningsmedelsavfall i anläggningen i Vargön, vilket enligt Bolaget har potential att generera en omsättning om 250 MSEK.

Anläggning: Vargön



20 000 ton/år

Tillstånd för kapacitet att hantera idag

25 000 ton/år

Målsättning på medellång sikt

25 000 ton/år:
potential att generera
~250 MSEK omsättning

10 SEK/kg
Estimerat
försäljningspris per kilo
lösningsmedel

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 bl.a. 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, vilket motsvarar ett genomsnittligt estimerat försäljningspris om 10 kr per kilo återvunnet lösningsmedel.

CirChems befintliga portfölj av strategiskt viktiga kundavtal utgör en stabil grund för fortsatt tillväxt, där Analyst Group estimerar att Bolaget har betydande möjligheter att växa på flera fronter, bl.a. genom uppskalning av existerande avtal, där samarbeten med Swed Handling, Titab Pac och Gryaab utgör nyckelkomponenter.

Vidare förväntas den nya produktionslinan, anpassad för färg- och fordonsindustrin, vara en viktig bidragsgivare till framtida tillväxt. Under Q2-24 tecknade CirChem ett avtal med en ledande fordons-tillverkare värt minst 4,4 MSEK per år, baserat på en sluten kretsloppslösning som förväntas generera återkommande intäktsströmmar över tre år. Därtill har Bolaget tre pågående pilotprojekt för slutna kretsloppslösningar, vilka Analyst Group bedömer har potential att konverteras till långsiktiga avtal av liknande magnitud.

Utöver ovan nämnda intäktskällor estimerar Analyst Group att Bolaget har goda förutsättningar att ingå fler engångsordrar av varierande volym framgent, likt den order som erhöles från Stena Recycling Danmark under Q2-24, omfattande hantering av ca 4 000 ton lösningsmedelsavfall. Då Bolagets intäktsmodell består av både återkommande intäkter och större engångsordrar, kan det ge upphov till viss volatilitet i intjäningen. Det är även värt att understryka att vissa avtal, såsom ramavtalet med Gryaab, saknar volymgarantier, vilket ytterligare bidrar till en inneboende slagighet i de potentiella intäktsflödena.

Finansiell Prognos

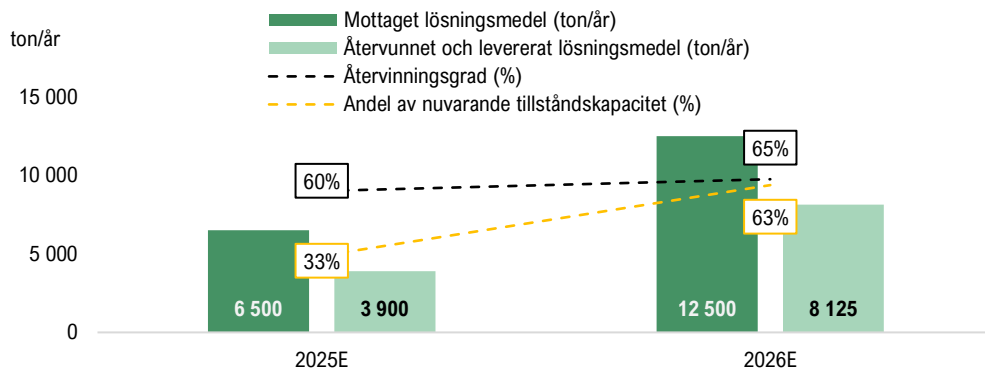
Återvinningsgrad

Som tidigare nämnts tar CirChem emot kontaminerat lösningsmedel och återvinner det genom att avlägsna föroreningar, vilket sker genom ett antal processer, däribland filtrering och destillering. Det är värt att förtydliga att återvinningsgraden för det kontaminerade lösningsmedlet kan variera avsevärt, exempelvis beroende på vilken industri lösningsmedlet härrör från. Vissa sammansättningar är så pass kontaminerade att endast 30 % kan renas, medan CirChem i andra fall kan uppnå en återvinningsgrad om ca 80 %. Det finns därmed en diskrepans mellan den mottagna volymen lösningsmedelsavfall, där Bolaget för närvarande har ett miljötillstånd som omfattar 20 000 ton per år, och den volym återvunnet lösningsmedel som säljs vidare till kund. Analyst Group bedömer att CirChem primärt kommer att fokusera på lösningsmedelsavfall med uppemot 70–80 % återvinningsgrad. Likväl är det sannolikt att en del av inflödet kommer att ha en lägre återvinningsgrad, varför Analyst Group estimerar att CirChem kan uppnå en genomsnittlig återvinningsgrad om ca 60–65 % mellan åren 2025 och 2026, där variationen bedöms bero på en varierande inflödesmix av lösningsmedelsavfall.

60-65 %
Genomsnittlig
estimerad
återvinningsgrad

CirChem estimeras återvinna och leverera ca 8 125 ton lösningsmedel år 2026.

Estimerad mängd mottaget och återvunnet lösningsmedel, 2025-2026E



Analyst Groups prognos

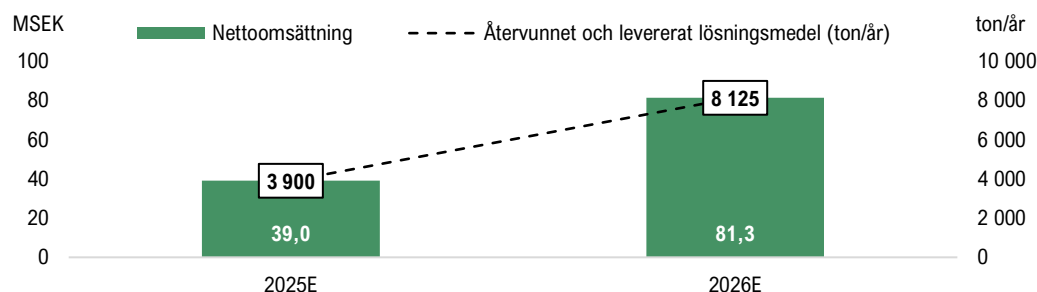
Sammanfattning omsättningsprognos 2025-2026

Sammantaget estimerar Analyst Group att CirChem gradvis kommer kunna skala upp verksamheten och därigenom motta ca 6 500 ton lösningsmedelsavfall år 2025, följt av 12 500 ton lösningsmedelsavfall år 2026. Då Bolagets nuvarande miljötillstånd motsvarar max 20 000 ton mottaget lösningsmedelsavfall per år, utgör 2026 års estimerade volym ca 63 % av nuvarande maxkapacitet. Vidare estimerar Analyst Group att CirChem kan uppnå en genomsnittlig återvinningsgrad av det mottagna lösningsmedel inom spannet 60-65 % under kommande år, vilket således mynnar ut i estimerade försäljningsvolym om ca 3 900 ton till ca 8 125 ton mellan åren 2025-2026. Utifrån ovan nämnda volymer och ett genomsnittligt estimerat försäljningspris om 10 SEK/kg under prognosperioden, härleds en estimerad nettoomsättning om 39,0 MSEK och 81,3 MSEK för år 2025 respektive år 2026.

81,3 MSEK
Estimerad
nettoomsättning
2026E

Gjorda antaganden resulterar i en såld volym om ca 8 125 ton år 2026.

Estimerad försäljningsvolym (ton/år) och nettoomsättning, 2025-2026E



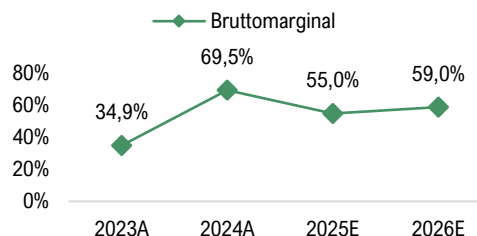
Analyst Groups prognos

Finansiell Prognos

Bruttokostnader

CirChems affärsmodell bygger på att återvinna kontaminerat lösningsmedelsavfall, vilket ger upphov till en form av "tillverkningskostnad". Bruttokostnaderna, liksom prissättningen, varierar avsevärt beroende på lösningsmedelsavfallens sammansättning och återvinningsgrad, vilket gör att flertalet faktorer påverkar den totala kostnadsstrukturen. Bolagets bruttokostnader inkluderar förbrukningsmaterial, såsom filter, pumpar, slangar och andra komponenter med begränsad livslängd. Vid mer komplexa sammansättningar av lösningsmedel, som kräver en mer avancerad återvinning, ökar förbrukningskostnaderna därefter. Återvinningsgraden har en direkt påverkan på kostnaderna, då en lägre återvinningsgrad innebär att CirChem måste komplettera med nyinköpt lösningsmedel för att täcka bortfallet i form av residualprodukter. Vidare leder en lägre återvinningsgrad naturligen till en större mängd residualavfall, vilket ökar kostnaderna för att hantera och avyttra dessa rester. Dessutom kan flaskhalsar inom produktionen resultera i ökade lagringskostnader, vilka ytterligare bidrar till variationen i bruttokostnaderna. Sammantaget skapar dessa faktorer en betydande diskrepans mellan potentiella bruttomarginaler beroende på processens komplexitet.

Bolaget har en fast personalbas om ca 12–14 anställda, men vid högre volymtoppar, såsom under Q3-24, hyr CirChem in operatörer via bemanningsföretag, vilka belastar Bolagets bruttokostnader. Genom att hyra in personal vid behov möjliggörs ett flexibelt resursutnyttjande, vilket medför att CirChem kan undvika att binda upp en större kostnads massa än nödvändigt.



CirChem har uppvisat en bruttomarginal om ca 70 % LTM, vilket står i stark kontrast till bruttomarginalen för helåret 2023, som uppgick till ca 35 %. Analyst Group bedömer att denna markanta förbättring delvis kan tillskrivas ett gynnsamt inflöde av lösningsmedelsavfall, där en hög återvinningsgrad sannolikt har uppnåtts. En ytterligare faktor bakom den starka bruttomarginalen är att CirChem bedöms ha utvecklat effektiva metoder för hantering av specifika lösningsmedelsavfall, vilket har bidragit till en optimerad process och därigenom lägre bruttokostnader. Analyst Group bedömer att CirChem har uppvisat en hög grad av operationell effektivitet, även vid ökade volymer, vilket är ett styrketecken inför kommande år då volymerna estimeras öka avsevärt. Likväl estimerar Analyst Group att ett ökat inflöde av mer varierande lösningsmedelsavfall, i kombination med initiala flaskhalsar relaterade till produktionsupprampningen, kommer att sätta press på bruttomarginalen under kommande år, till följd av en lägre återvinningsgrad och ökade förbrukningskostnader. Analyst Group prognostiserar en bruttomarginal om 55 % år 2025, primärt hänförligt till en lägre genomsnittlig återvinningsgrad och flaskhalsar inom produktionen. Därefter prognostiseras Bolaget kunna 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 till ca 59 % år 2026.

~ 59 %
Bruttomarginal
2026E

Rörelsekostnader

CirChems största kostnadspost på rörelsenivå utgörs av personalkostnader, följt av övriga externa kostnader. Bolagets personalbas består, som tidigare nämnts, av ca 12–14 personer, där ungefär hälften utgörs av anläggningsoperatörer som säkerställer en effektiv drift, medan resterande personal utgörs av ledning och administration. För att hantera tillfälliga volymtoppar hyr Bolaget in operatörer från bemanningsföretag, för att således undvika en överdimensionerad kostnadsstruktur.

I takt med att Bolaget skalar upp volymerna och övergår från drift fem dagar i veckan (24/5) till kontinuerlig drift sju dagar i veckan (24/7), förväntas behovet av permanenta operatörer öka. Analyst Group bedömer att detta kommer att leda till en gradvis ökning av personalkostnaderna under de kommande åren. Trots detta förväntas personalstyrkan inte växa i samma takt som omsättningen, vilket, i kombination med Bolagets starka bruttomarginal, bedöms realisera affärsmodellens underliggande skalbarhet. Analyst Group estimerar att CirChems personalstyrka kommer att växa från 13 personer vid utgången av år 2024 till ca 17 personer år 2026, vilket resulterar i estimerade personalkostnader om ca 18,7 MSEK år 2026.

CirChems övriga externa kostnader omfattar konsulttjänster och projektledning kopplat till optimering av anläggningen, säkerhetsåtgärder och efterlevnad av regulatoriska krav. Detta inkluderar specialistkompetens inom bl.a. kemi, juridik och hantering av brandfarliga varor, samt praktiska åtgärder för att förbättra driften och säkerheten.

Skalbar
affärsmodell
möjliggör
marginalexpansion

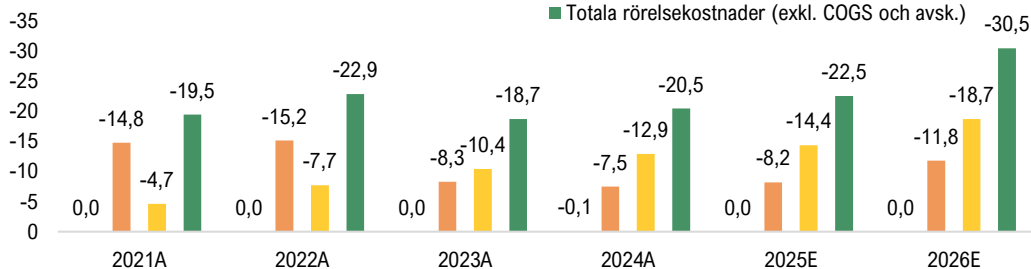
Finansiell Prognos

Dessa kostnader estimeras öka i takt med att anläggningen anpassas för att hantera större volymer. Dock förväntas kostnaderna inte öka i samma takt som omsättningen, vilket förväntas vara ytterligare en bidragande faktor till den estimerade marginalexpansionen framgent.

Utöver bruttokostnaderna (COGS), estimeras CirChems personalkostnader utgöra en betydande kostnadspost.

Rörelsekostnader åren 2021A-2026E, Base scenario.

MSEK



Analyst Groups prognos

Sammanfattning av prognos

CirChem förväntas gradvis skala upp volymerna genom Bolagets befintliga portfölj av kundavtal, konvertering av pilotprojekt till konkreta affärer inom slutna kretsloppslösningar samt genom engångsordrar. Detta förväntas resultera i en volym om 12 500 ton mottaget lösningsmedelsavfall år 2026, med en genomsnittlig återvinningsgrad om 65 %, vilket mynnar ut i ca 8 125 ton återvunnet och sålt lösningsmedel, motsvarande en nettoomsättning om ca 81 MSEK.

Ett ökat inflöde av mer varierande lösningsmedelsavfall, kombinerat med initiala flaskhalsar relaterade till produktionsupprampningen, förväntas leda till en bruttomarginal om 55 % år 2025. Därefter estimeras CirChem kunna optimera inflödesmixen och effektivisera anläggningens processer, vilket reflekteras i en prognostiserad bruttomarginal om ca 59 % år 2026.

Kostnadsbasen på rörelsenivå estimeras växa gradvis men i en betydligt långsammare takt än nettoomsättningen, vilket möjliggör realisering av affärsmodellens skalbarhet. Detta framgår tydligt i det estimerade EBITDA-resultatet om 2,7 MSEK år 2025 och 21,0 MSEK år 2026. För år 2026 motsvarar detta en justerad EBITDA-marginal om 21,5 %.

81,3 MSEK
Nettoomsättning 2026E

21,5 %
EBITDA-marginal 2026E

21,0 MSEK
EBITDA 2026E

Följande är en sammanställning av Analyst Groups estimat för CirChem.

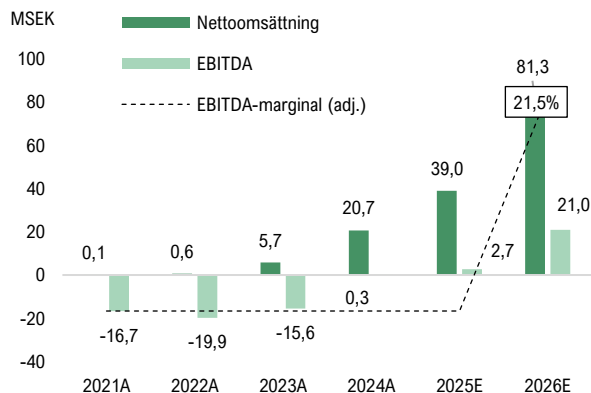
Finansiell prognos, Base scenario

Base scenario, MSEK	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E
Nettoomsättning	0,1	0,6	5,7	20,7	39,0	81,3
COGS	-0,2	-1,1	-3,7	-6,3	-17,6	-33,3
Bruttoresultat ¹	2,7	3,0	3,2	20,7	25,2	51,4
Bruttomarginal (adj.) ²	neg.	neg.	34,9%	69,5%	55,0%	59,0%
Övriga externa kostnader	-14,8	-15,2	-8,3	-7,5	-8,2	-11,8
Personalkostnader	-4,7	-7,7	-10,4	-12,9	-14,4	-18,7
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0
EBITDA ¹	-16,7	-19,9	-15,6	0,3	2,7	21,0
EBITDA-marginal (adj.) ²	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	21,5%

Analyst Groups prognos

¹Inkl. aktiverat arbete och övriga intäkter.

²Exkl. aktiverat arbete och övriga intäkter.



Värdering: Base scenario

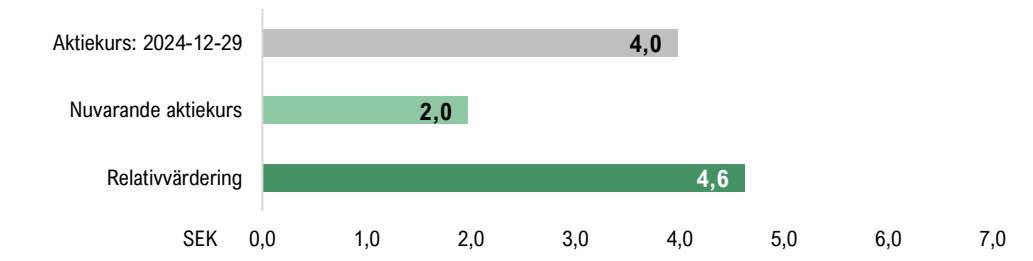
För att sätta värderingen i perspektiv görs en jämförelse med ett globalt urval av miljöteknikbolag verksamma inom marknaden för *Speciality Chemicals*. Samtliga jämförelsebolag befinner sig i en mogen fas och är avsevärt mycket större än CirChem i termer av börsvärde, vilket motiverar en viss värderingsrabatt. Tillväxtmässigt har dock jämförelsebolagen uppvisat negativ utveckling de senaste åren, till skillnad från CirChem, som uppvisar stark tillväxt, om än från lägre nivåer. Avseende lönsamhet är medianen för bruttomarginal 27,6 % LTM, vilket är väsentligt lägre än CirChems 70 % LTM. På EBITDA-nivå uppgår medianlönsamheten till 13,9 % LTM, givet CirChems höga bruttomarginal och skalbara affärsmodell estimerar Analyst Group en EBITDA-marginal om 21,5 % år 2026, vilket klart överstiger medianen i jämförelsegruppen. Sammantaget anser Analyst Group att Bolagets starka tillväxt, skalbarhet och differentierade värdeerbjudande i hög grad mitigerar den värderingsrabatt som följer av Bolagets mindre storlek och begränsade historik.

Bolag	MCAP MSEK	EV MSEK	Omsättning LTM MSEK	Omsättnings-tillväxt 3 år	Bruttomarginal LTM	EBITDA-marginal LTM	P/S	EV/S	EV/EBITDA
Albemarle Corp	62 791	82 147	48 794	-11,4%	3,5%	-9,4%	1,3	1,7	-18,0
Ashland Inc	22 528	34 196	18 670	-6,6%	31,7%	5,9%	1,2	1,8	31,0
Cabot Corp	39 030	49 337	37 436	-3,3%	24,9%	20,8%	1,0	1,3	6,4
Clariant AG	35 505	51 960	48 351	-1,7%	30,3%	16,8%	0,7	1,1	6,4
Croda International PLC	55 526	62 389	20 991	-4,8%	45,1%	23,0%	2,6	3,0	12,9
Elementis PLC	8 090	9 204	7 072	-5,7%	45,8%	3,7%	1,5	1,7	45,5
Kemira	32 673	35 023	31 451	-6,8%	18,3%	18,4%	1,0	1,1	6,1
The Chemours Co	14 528	49 426	55 446	-5,2%	19,1%	11,1%	0,3	0,9	8,0
Genomsnitt	33 834	46 710	33 527	-5,7%	27,3%	11,3%	1,2	1,6	12,3
Median	34 089	49 382	34 444	-5,4%	27,6%	13,9%	1,1	1,5	7,2
CirChem	79	68	23	527,2%	69,5%	-22,8%	3,5	3,0	-13,2

CirChems affärsmodell möjliggör goda rörelsemarginaler vid stigande volymer, varför värderingen utgår från EBITDA-resultatet. Med tanke på att ovan sektorgrupp består av bolag i en mer mogen tillväxtfas, att jämföra med CirChem som befinner sig i startgroparna för en tillväxtresa, kan det argumenteras för att CirChem under de närmaste åren initialt ska handlas till en högre multipl. Samtidigt har vi 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 målmultipl om EV/EBITDA 10x, vilket applicerat på 2026 års estimerade EBITDA-resultat om ca 21 MSEK motsvarar ett Enterprise Value (EV) om 210 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. Med ovan nämnda antaganden, tillsammans med en tillämpad diskonteringsränta om 12,2 % samt med hänsyn till kapitalstrukturen, härleds ett motiverat nuvärde per aktie om 4,6 kr i ett Base scenario. Det potentiella nuvärdet om 4,6 kr per aktie är delvis en teknisk justering av det tidigare motiverade nuvärdet om 5,6 kr, till följd av de ca 6,7 miljoner nyemitterade aktierna från den stundande företrädesemissionen som annonserades den 27 maj 2025.

4,6 kr
Base scenario

Värdering: Sammanfattning



Bull & Bear

Bull scenario

Följande är ett urval av potentiella värddrivare i ett Bull scenario:

- Med ett tillstånd att hantera en årsvolym om 20 000 ton i Vargön antas CirChem i ett Bull scenario snabbare kunna attrahera kunder och signera kontrakt som resulterar i högre försäljningsvolym relativt angivet Base scenario. Detta antas kunna ske genom dels nuvarande säljaval, dels att CirChem med allt fler referensuppdrag kan lyckas knyta till sig ännu fler kunder 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 appliceras en målmultipl till EV/EBITDA 11x på 2026 års estimerade EBITDA-resultat om ca 28,1 MSEK. Med en diskonteringsränta om 12,2% och beaktande av nuvarande kapitalstruktur, motiveras ett nuvärde per aktie om 6,7 kr i ett Bull scenario, där en stigande omsättning och EBITDA-resultat är de största drivarna i scenariot.

Bear scenario

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

- Det är avgörande att CirChem är framgångsrika i att vinna tillräckligt med kundavtal för att volymerna ska kunna stiga. Affärsmodellen förväntas ge bra lönsamhet vid god efterfrågan vilket möjliggör en hög ROI och kort återbetalningstid, men om volymerna uteblir eller inte är tillräckliga, finns risk för återkommande kapitalinjektioner för att täcka Bolagets *burn rate* och utöka tidsramen för att försöka växa kundbasen 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.

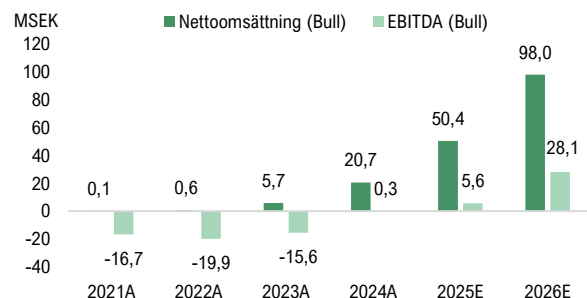
I ett Bear scenario appliceras en EV/S multipl till 1,5x på 2026 års estimerade nettoomsättning, då Bolaget förväntas brottas med lönsamhet under de kommande två åren, och först påbörja marginalresan år 2027. Följaktligen appliceras en försäljningsbaserad multipl, med en antagen diskonteringsränta om 12,2% samt med hänsyn till kapitalstrukturen, härleds ett motiverat nuvärde per aktie om 1,9 kr i ett Bear scenario.

6,7 kr
Bull scenario

1,9 kr
Bear scenario

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

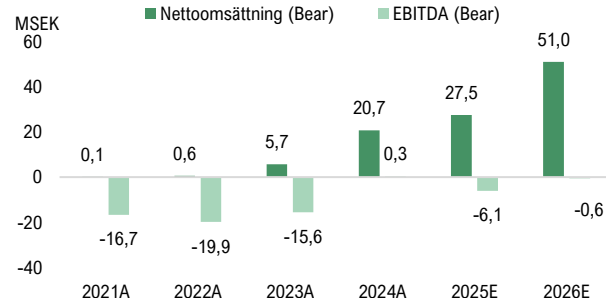
Prognos Bull scenario, åren 2021A-2026E



Analyst Groups prognos

I ett Bear scenario förväntas lönsamheten dröja.

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 660 000 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.*



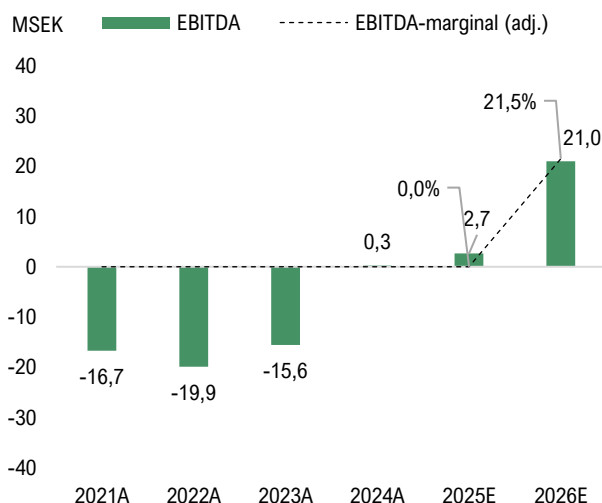
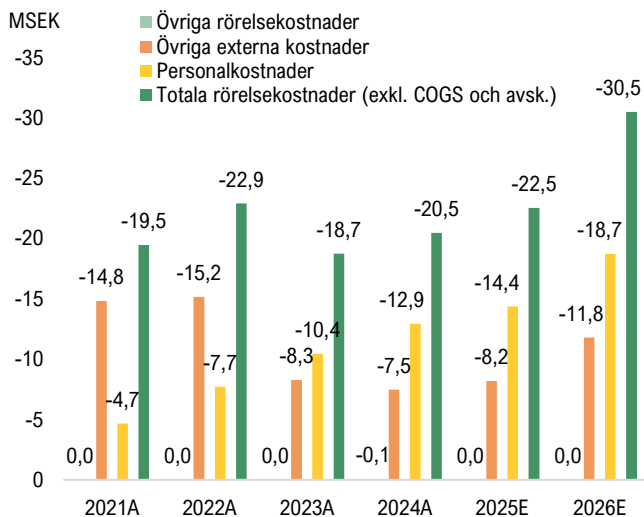
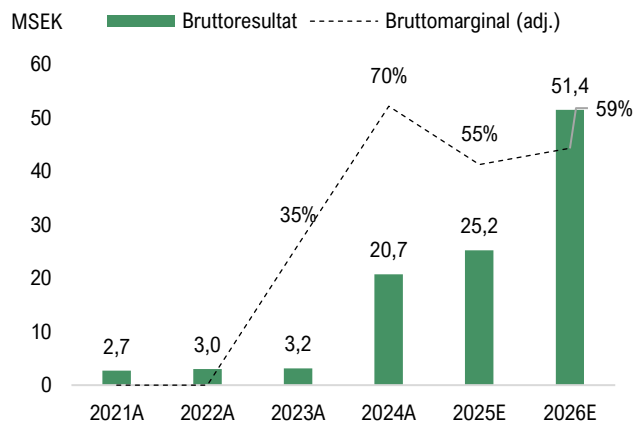
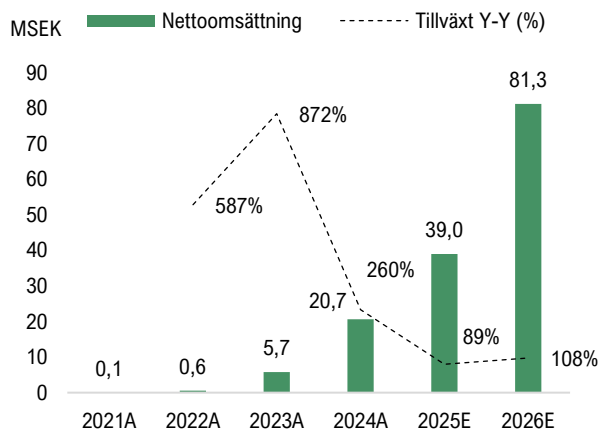
Johan Norell Bergendahl, Styrelseledamot

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	2024A	2025E	2026E
Nettoomsättning	0,1	0,6	5,7	20,7	39,0	81,3
Aktiverat arbete för egen räkning	2,7	3,4	1,0	5,2	3,8	3,5
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,1	0,1	1,2	0,0	0,0
Totala intäkter	2,9	4,1	6,9	27,0	42,8	84,8
Handelsvaror	-0,2	-1,1	-3,7	-6,3	-17,6	-33,3
Bruttoresultat	2,7	3,0	3,2	20,7	25,2	51,4
Bruttomarginal (adj.)	neg.	neg.	34,9%	69,5%	55,0%	59,0%
Övriga externa kostnader	-14,8	-15,2	-8,3	-7,5	-8,2	-11,8
Personalkostnader	-4,7	-7,7	-10,4	-12,9	-14,4	-18,7
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0
EBITDA	-16,7	-19,9	-15,6	0,3	2,7	21,0
EBITDA-marginal (adj.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	21,5%

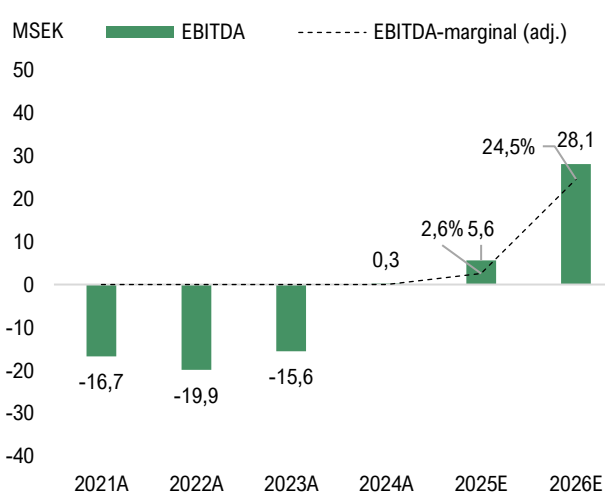
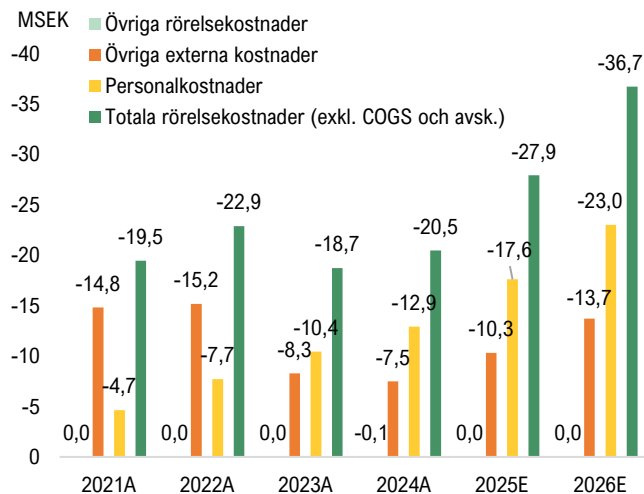
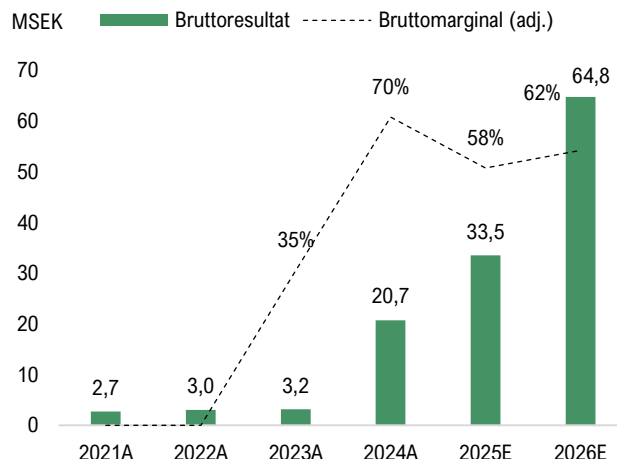
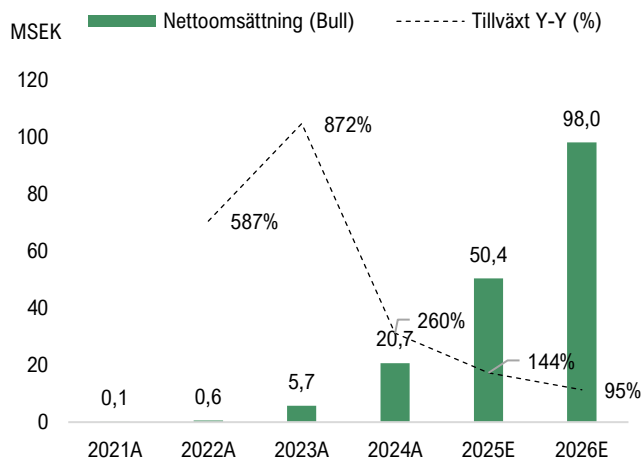
Base scenario, Nyckeltal	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E
P/S	921,0	134,0	13,8	3,8	2,0	1,0
EV/S	791,7	115,2	11,9	3,3	1,7	0,8
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	260,9	25,6	3,2



Appendix

Bull scenario (MSEK)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E
Nettoomsättning	0,1	0,6	5,7	20,7	50,4	98,0
Aktiverat arbete för egen räkning	2,7	3,4	1,0	5,2	4,3	4,0
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,1	0,1	1,2	0,0	0,0
Totala intäkter	2,9	4,1	6,9	27,0	54,7	102,0
Handelsvaror	-0,2	-1,1	-3,7	-6,3	-21,2	-37,2
Bruttoresultat	2,7	3,0	3,2	20,7	33,5	64,8
Bruttomarginal (adj.)	neg.	neg.	34,9%	69,5%	58,0%	62,0%
Övriga externa kostnader	-14,8	-15,2	-8,3	-7,5	-10,3	-13,7
Personalkostnader	-4,7	-7,7	-10,4	-12,9	-17,6	-23,0
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0
EBITDA	-16,7	-19,9	-15,6	0,3	5,6	28,1
EBITDA-marginal (adj.)	neg.	neg.	neg.	neg.	2,6%	24,5%

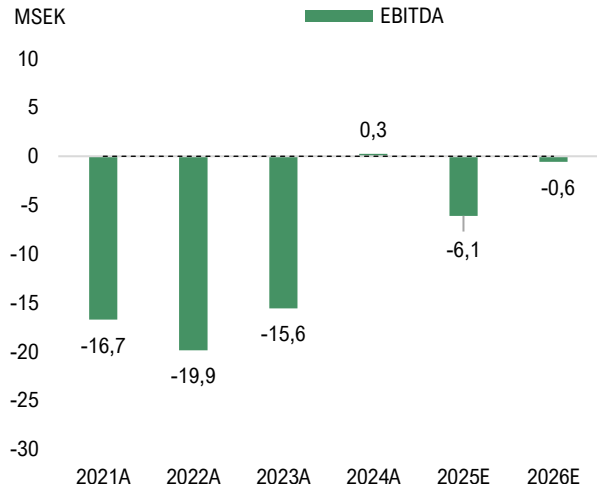
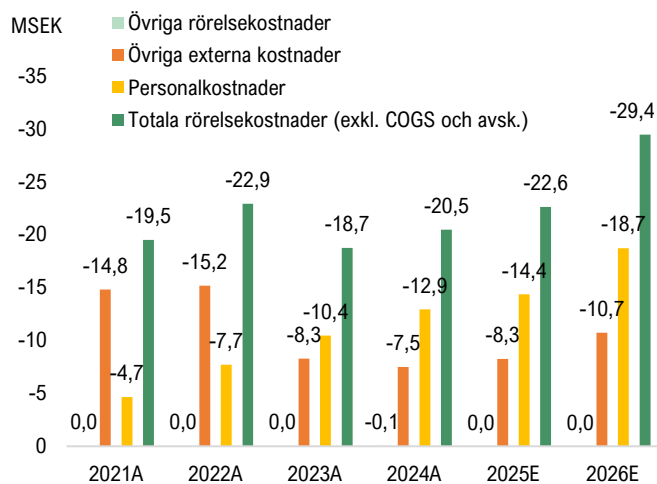
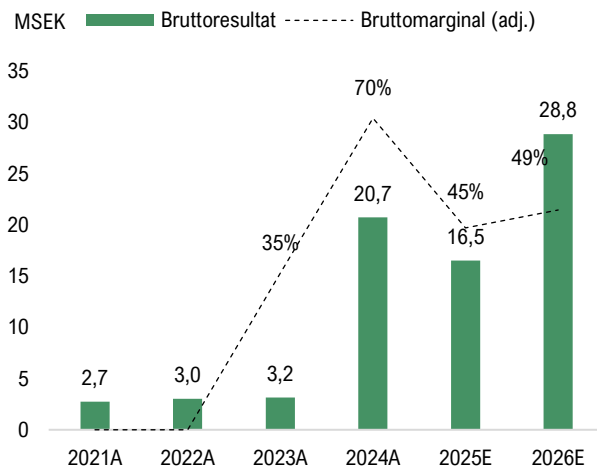
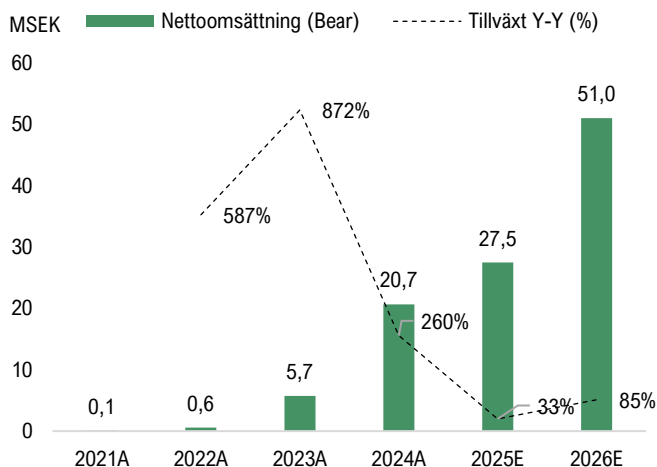
Bull scenario, Nyckeltal	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E
P/S	921,0	134,0	13,8	3,8	1,6	0,8
EV/S	791,7	115,2	11,9	3,3	1,4	0,7
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	260,9	12,2	2,4



Appendix

Bear scenario (MSEK)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E
Nettoomsättning	0,1	0,6	5,7	20,7	27,5	51,0
Aktiverat arbete för egen räkning	2,7	3,4	1,0	5,2	4,1	3,9
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,1	0,1	1,2	0,0	0,0
Totala intäkter	2,9	4,1	6,9	27,0	31,6	54,9
Handelsvaror	-0,2	-1,1	-3,7	-6,3	-15,1	-26,0
Bruttoresultat	2,7	3,0	3,2	20,7	16,5	28,8
Bruttomarginal (adj.)	neg.	neg.	34,9%	69,5%	45,0%	49,0%
Övriga externa kostnader	-14,8	-15,2	-8,3	-7,5	-8,3	-10,7
Personalkostnader	-4,7	-7,7	-10,4	-12,9	-14,4	-18,7
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0
EBITDA	-16,7	-19,9	-15,6	0,3	-6,1	-0,6
EBITDA-marginal (adj.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.

Bear scenario, Nyckeltal	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E
P/S	921,0	134,0	13,8	3,8	2,9	1,6
EV/S	791,7	115,2	11,9	3,3	2,5	1,3
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	260,9	neg.	neg.



Disclaimer

Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument eller annan information härrörande AG Equity Research AB (vidare AG) är framställt i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analyserna är baserade på källor och uppgifter samt utlåtanden från personer som AG bedömer tillförlitliga. AG kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Alla estimat i analyserna är subjektiva bedömningar, vilka alltid innehåller viss osäkerhet och bör användas varsamt. AG kan därmed aldrig garantera att prognoser och/eller estimat uppfylls. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från AG eller personer med koppling till AG, alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och information härrörande AG är avsett att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut. Investerare uppmanas att komplettera med ytterligare material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. AG 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 2014-2025). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.