

Ingående av nya kundavtal utgör betydande triggers under H2-25

CirChem ("CirChem" eller "Bolaget") har nyligen genomfört en övertecknad emission som tillfört Bolaget en nettolikvid om ca 10,7 MSEK, vilket möjliggör strategiska satsningar på ökad produktionskapacitet, lagringsinfrastruktur och fortsatt teknikutveckling, något som är centrala byggstenar för att skala verksamheten och möta den växande efterfrågan. Med en starkt balansräkning intensifieras nu arbetet med att omvandla kunddialoger inom fordons- och färgindustrin till återkommande, volymbaserade samarbeten, samtidigt som diskussioner förs med internationella aktörer om större engångsorder av liknande dignitet som ordern från Stena DK. Konverteringen av pilotprojekt och affärsdialoger har dock tagit längre tid än vi tidigare estimerat, vilket speglar de långa införsäljningscyklerna och är huvudorsaken till våra reviderade estimat. Trots detta ser vi goda förutsättningar för en ketchupeffekt när dialoger materialiseras i avtal, vilket gör pipelinekonvertering till en avgörande värdedrivare under H2-25 och början av år 2026. Med en applicerad målmultipel om EV/EBITDA 10x på 2027 års estimerade EBITDA-resultat om 15,2 MSEK härleds ett motiverat nuvärde per aktie om 2,9 kr (4,6) i ett Base scenario.¹

Lägger grunden för framtida tillväxt

Under Q2-25 uppgick CirChems nettoomsättning till 2,4 MSEK (1,5), en tillväxt om ca 63 % Y-Y och en minskning om 47 % Q-Q. Under Q2-25 ökade rörelsekostnaderna, exkl. D&A, enbart med 2 % Y-Y, ett tydligt kvitto på affärsmodellens inneboende skalbarhet. Efter ett exceptionellt starkt H2-24, främst drivet av ordern från Stena DK, går Bolaget nu in i en period med mer utmanande jämförelsetal. Vi bedömer att år 2025 blir ett positioneringsår snarare än ett tillväxtår, där fokus ligger på att bygga kapacitet och skapa förutsättningar för skalbara, återkommande intäkter. Centrala värdedrivare framgent utgörs således av nya avtal, avseende såväl linjära avfallsströmmar som återkommande kretsloppslösningar.

Långa försäljningscykler skapar höga inträdesbarriärer

Efter utgången av Q2-25 tecknade CirChem ett ramavtal med NG Nordic, en ledande aktör med ca 4,4 miljoner ton avfall under hantering årligen, för att tillsammans erbjuda fler industrikunder cirkulära lösningar för hantering och återvinning av lösningsmedelsavfall. Avtalet innebär inga volymgarantier, men ger Bolaget tillgång till en försäljningskanal med betydande räckvidd, samtidigt som det validerar CirChems konkurrenskraftiga erbjudande. CirChem adresserar reglerade branscher såsom kemi-, fordons- och läkemedelsindustrin, där höga krav på nya processer medför långa införsäljningscykler men också starka inträdesbarriärer när etablering väl sker. Således ser vi en hög sannolikhet för en ketchupeffekt när pågående dialoger och pilotprojekt materialiseras i kommersiella avtal.

Reviderade prognoser – långsiktiga tillväxtutsikter kvarstår

Q2-rapporten föranleder en nedjustering av våra omsättningsprognoser för åren 2025–2027, då avtalsflödet varit lägre än förväntat. Vi ser dock detta som en tidsförskjutning snarare än en strukturell förändring i de underliggande utsikterna, och vidhåller därav vår tes om starka tillväxtpotentialer under åren 2026–2027. Utgångspunkten för värderingen förskjuts därmed till år 2027, då vi estimerar att tillväxtinitiativen och konverteringen av kunddialoger till avtal fått större genomslag.

VÄRDERINGSINTERVALL

Bear
1,2 kr

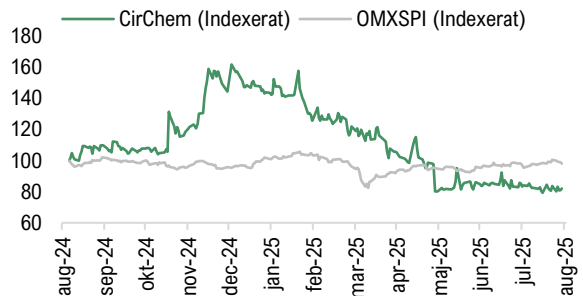
Base
2,9 kr

Bull
5,1 kr

NYCKELDATA

Senast betalt (2025-08-29)	2,0
Antal Aktier (st.)	40 205 839
Market Cap (MSEK)	81,2
Nettokassa(-)/skuld(+) MSEK	1,3 ¹
Enterprise Value (MSEK)	82,5 ¹
Lista	Nasdaq First North Growth Market
Kvartalsrapport 3 2025	2025-11-12

KURSENTVECKLING



HUVUDÄGARE (HOLDINGS, 2025-07-31)

Insynsperson

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

PROGNOS (BASE), MSEK	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
Nettoomsättning	0,6	5,7	20,7	16,2	40,6	70,9
Bruttoresultat ²	3,0	3,2	20,7	16,4	28,2	47,4
Bruttomarginal (adj.) ³	neg.	34,9%	69,5%	61,0%	57,0%	62,0%
Rörelsekostnader	-22,9	-18,7	-20,5	-21,6	-26,1	-32,2
EBITDA ²	-19,9	-15,6	0,3	-5,1	2,0	15,2
EBITDA-marginal (adj.) ³	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	16,6%
P/S	137,4	14,1	3,9	5,0	2,0	1,1
EV/S	139,5	14,4	4,0	5,1	2,0	1,2
EV/EBITDA	-4,2	-5,3	316,0	-16,0	40,9	5,4

¹Den uppskattade nettokassan baseras på siffror från Q2-25, justerat för den återstående delen av nettolikviden (6 MSEK) från emissionen som betalades ut efter utgången av Q2-25. Vidare har det gröna lånet om 7 MSEK från Almi beaktats.

²Inkl. aktiverat arbete och övriga intäkter.

³Exkl. aktiverat arbete och övriga intäkter.

Introduktion

Innehållsförteckning

Investeringsidé	3
Kommentar Q2-rapport	4-5
Bolagsbeskrivning	6-7
Marknadsanalys	8-9
Finansiell prognos	10-14
Värdering	15
Bull & Bear scenario	16
Ledning & Styrelse	17
Appendix	18-20
Disclaimer	21

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.

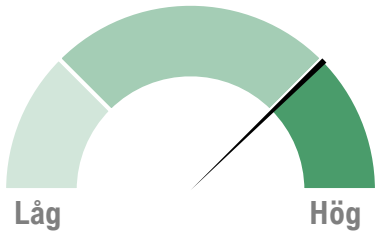
VD OCH ORDFÖRANDE

Verkställande Direktör	Petra Sas
Styrelseordförande	Mats Persson

ANALYTIKER

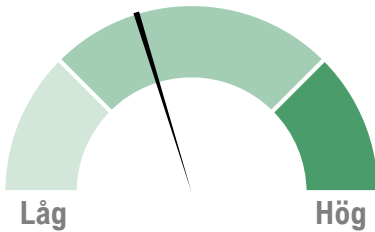
Namn	Oscar Mårdh
Telefon	+46 76 044 29 70
E-mail	oscar.mardh@analystgroup.se

Värde drivare



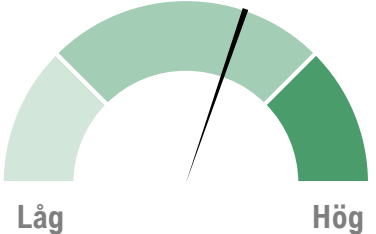
CirChem har en etablerad anläggning med tillstånd att hantera 20 000 ton lösningsmedelsavfall per år, och utifrån befintliga ramavtal finns goda möjligheter att skala upp volymerna framgent. Vidare genomför CirChem tre parallella pilotprojekt med ledande aktörer inom fordons- och färgindustrin avseende 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



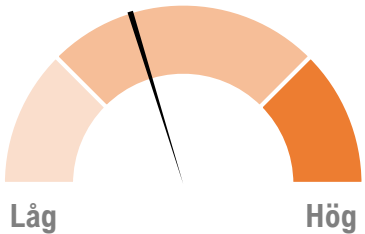
Efter flera år av negativa rörelseresultat, präglade av blygsam försäljning och en stabil kostnadsbas, antyder år 2024 en vändpunkt. Den starka omsättningstillväxten har bekräftat affärsmodellens underliggande skalbarhet, då kostnaderna inte ökat i samma takt. Det justerade EBIT-resultatet för helåret 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 genomförde Bolaget en övertecknad företrädesemission som tillförde CirChem en nettolikvid om ca 10,7 MSEK. Vid kvartalets utgång hade dock endast ca 4,7 MSEK erhållits, medan resterande ca 6 MSEK tillfördes under inledningen av Q3-25. Med beaktande av kassan om 6,8 MSEK och räntebärande skulder om ca 7,1 MSEK vid periodens slut, samt det nya lånet från Almi om 7 MSEK (Q3-25), estimeras nettoskulden till ca 1,3 MSEK. Därmed bedöms den finansiella risken som förhållandevis låg, där kapitaltillskottet utgör en stabil grund för att driva de pågående pilotprojekten och strategiska tillväxtinitiativen framåt.

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 erhöi 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, avseende leverans av återvunna lösningsmedel. Avtalet med Swed Handling omfattar 220 ton återvunnen aceton per år, medan ramavtalet med Titab Pac avser 600 ton återvunnet lösningsmedel per år och kan generera upp till ca 300 MSEK i intäkter över fem år. Ramavtalet med Gryaab, där ytterligare en part ingår, kan generera ett årligt ordervärde om upp till 15 MSEK under fyra år, dock utan volymgarantier. Under Q2-24 tecknade CirChem ett avtal med en ledande fordonstillverkare om minst 4,4 MSEK per år i tre år, baserat på en sluten kretsloppsprocess för återvinning av kontaminerat lösningsmedel. 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. Under Q3-25 tecknade CirChem ett ramavtal med NG Nordic, vilket ger Bolaget exponering mot en omfattande kundbas och validerar dess cirkulära lösningar. Även om avtalet saknar volymgarantier bedömer vi förutsättningarna som goda för konkreta affärer, givet NG Nordics närvaro på flera europeiska marknader och hantering av ca 4,4 miljoner ton avfall årligen. Framgent bedömer vi att nya avtal, tillsammans med exekvering av befintliga samarbeten, utgör centrala faktorer för att accelerera tillväxten ytterligare.



Prognos och värdering

I ett Base scenario estimeras omsättningen stiga från 20,7 MSEK under år 2024 till ca 71 MSEK år 2027, med ett EBITDA-resultat om ca 15,2 MSEK. Med en applicerad målmultiplikator om EV/EBITDA 10x och en antagen diskonteringsränta om 12,2 %, erhålls ett potentiellt motiverat nuvärde per aktie om 2,9 kr.

Kommentar Q2-rapport

Övertecknad företrädesemission möjliggör offensiva tillväxtsatsningar

I syfte att stärka likviditeten och utöka den finansiella flexibiliteten för att genomföra tillväxt drivande investeringar genomförde Bolaget under Q2-25 en företrädesemission, vilken tecknades till hela 125 % och innebär att CirChem tillförs en nettolikvid om ca 10,7 MSEK. Av nettolikviden redovisades ca 4,7 MSEK i kassaflödet för Q2-25, medan resterande ca 6 MSEK erhöles först under inledningen av Q3-25. Kapitaltillskottet möjliggör fortsatt utbyggnad av produktionskapacitet, färdigställandet av ett nytt laboratorium för kvalitetssäkring, kommersialisering av kundsamarbeten inom fordons- och färgindustrin samt förberedelser för framtida lagrings- och produktionsytor. Den övertecknade emissionen speglar ett starkt marknadsförtroende för Bolagets framtidsutsikter, särskilt i ett klimat där många mindre bolag har svårt att attrahera kapital. Vidare anser vi att kapitaltillskottet utgör ett viktigt steg i realiseringen av CirChems tillväxtplaner, vilket i förlängningen är en central förutsättning för att långsiktigt befästa Bolagets marknadsposition.

Efter utgången av Q2-25 meddelade CirChem även att Bolaget upptagit ett grönt lån om 7 MSEK från Almi, med en löptid om 5 år (60 månader) och en årlig ränta om 7 %. Syftet med lånet är att delfinansiera ovan nämnda investeringar i produktionskapacitet, lagringsinfrastruktur samt fortsatt teknikutveckling. Lånet omfattas av EU:s taxonomi för hållbar finansiering, vilket innebär att det genomgår en noggrann bedömning för att säkerställa att det uppfyller de krav som definierar miljömässigt hållbara investeringar – en tydlig kvalitetsstämpel på Bolagets cirkulära affärsmodell.

Robust omsättningstillväxt om 63 % Y-Y

63 %
Tillväxt Y-Y

Under det andra kvartalet 2025 uppgick CirChems nettoomsättning till ca 2,4 MSEK (1,5), vilket motsvarar en tillväxt om 63 % Y-Y. Majoriteten av nettoomsättningen under kvartalet utgjordes av försäljning av återvunna lösningsmedel, primärt från enskilda ordrar i form av styckegods och återkommande avfallsströmmar. Sett till H1-25 uppgick nettoomsättningen till ca 7,0 MSEK (4,0), en tillväxt om 75 % jämfört med det första halvåret 2024. Under kvartalet har Bolaget fortsatt arbetet med att optimera återvinningen av de återstående fraktionerna i avfallsströmmen från Stena DK, ett arbete som planeras fortgå under resten av året.

Inneboende
slagighet mellan
kvartalen

Som tidigare kommunicerats präglas intäkterna av viss kvartalsvis volatilitet, särskilt i detta skede av Bolagets expansionsfas. Trots detta har CirChem levererat robust tillväxt, med samtliga kvartal sedan H2-22 uppvisande Y-Y-tillväxt överstigande 50 %, om än från relativt låga nivåer.

Stark pipeline av potentiella affärer skapar goda tillväxtmöjligheter framgent

CirChem strävar efter att etablera en välbalanserad kundportfölj som kombinerar stabila, återkommande slutna kretslopp med selektivt utvalda större engångsaffärer, ett exempel är ordern från Stena DK under år 2024. Affärsmodellen präglas av långa säljcykler och hög komplexitet, något som illustreras av avtalet med aktören inom fordonsindustrin (Q2-24), där processen för leverantörsgodkännande sträckte sig över ett år. Denna typ av införsäljningsprocess kräver betydande resurser initialt, men skapar samtidigt höga inträdesbarriärer när väl ett avtal sluts, då etablerade relationer och godkännanden ofta banar väg för långvariga och strategiskt värdefulla samarbeten.

Bred pipeline av
potentiella affärer
skapar tydliga
triggers framgent

CirChem går ett spännande H2 till mötes, där Bolaget för löpande dialoger och genomför pilotprojekt med flera aktörer inom bl.a. läkemedels-, fordons- och färgindustrin. Dessa diskussioner avser fleråriga, volymbaserade avtal av återkommande karaktär. Parallellt förs dialoger med internationella aktörer kring upplägg liknande engångsordern från Stena DK om ca 4 000 ton lösningsmedelsavfall, vilka bedöms kunna utgöra betydande tillväxt drivare givet att konkreta avtal ingås. Mot denna bakgrund bedömer Analyst Group att CirChems omfattande pipeline av såväl pilotprojekt som selektiva engångsorders ger en solid grund för att ingå ytterligare kommersiella avtal under H2-25, vilket vi ser som tydliga triggers att bevaka framgent.

God kostnadskontroll under kvartalet

Bruttomarginalen uppgick till 55,1 % (57,6) under Q2-25, något lägre än motsvarande period föregående år. Tittar vi längre ned i resultaträkningen uppgick personalkostnaderna, vilka utgör Bolagets största kostnads-post, till ca 3,2 MSEK (3,4), en minskning om ca 6 % Y-Y samt en minskning om 5 % Q-Q. Beträffande de övriga externa kostnaderna uppgick dessa till ca 2,0 MSEK (2,1), en minskning om ca 7 % Y-Y och 9 % Q-Q. Summerat uppgick de totala rörelsekostnader (exkl. avskrivningar) till ca 6,3 MSEK (6,2) under Q2-25, motsvarande en ökning om 2 % i jämförelse samma period föregående år. Den marginella kostnadsökningen är huvudsakligen hänförlig till förbrukningskostnader kopplade till den större volymen avfall som processats vid anläggningen i Vargön samt högre externa kostnader relaterade till etableringen av det nya kontoret på anläggningen.

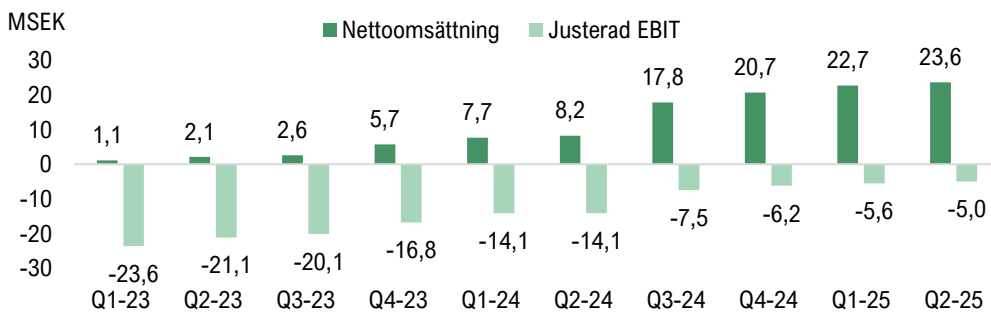
+2 % Y-Y
Rörelsekostnader
(exkl. avskrivningar)

Kommentar Q2-rapport

Trots detta fortsätter CirChem att demonstrera den underliggande skalbarheten i affärsmodellen, med en OPEX-tillväxt om endast 2 % Y-Y samtidigt som omsättningen ökade med 63 % Y-Y. CirChem rapporterade ett EBIT-resultat om ca -2,1 MSEK (-2,5) under Q2-25, och justerat för aktiverat arbete samt övriga rörelseintäkter uppgick EBIT-resultatet till ca -4,1 MSEK (-4,7).

Den operationella hävstången i affärsmodellen realiserar vid högre volymer.

Nettoomsättning och justerat EBIT-resultat, 2023-2025 (LTM)



Källa: CirChem

Redovisningsteknisk engångseffekt förvränger kassaflödesbilden

Det operativa kassaflödet från den löpande verksamheten uppgick till ca -9,4 MSEK (-5,1), där förändring av rörelsekapital har en negativ inverkan på kassaflödet med ca 7,4 MSEK (2,3). Den huvudsakliga förklaringen är att emissionslikviden delvis betalades in i slutet av juni, medan resterande belopp tillfördes i början av juli (Q3-25). Detta medförde att endast en del av likviden och emissionskostnaderna bokfördes under Q2-25. I balansräkningen framgår en post om ca 7,8 MSEK under Tecknat men ej inbetalt kapital. Detta avser den del av emissionslikviden som ännu inte var inbetald vid kvartalets slut. Trots detta redovisas hela bruttolikviden och samtliga emissionskostnader under finansieringsverksamheten i kassaflödesanalysen, av redovisningstekniska skäl. Analyst Group estimerar att den återstående bruttolikviden om 7,8 MSEK motsvarar en nettolikvid om ca 6 MSEK, vilket stärkte kassan i början av Q3-25.

Bolagets investeringar (CAPEX) uppgick till ca 1,7 MSEK (2,1) under Q2-25, vilket innebär att det fria kassaflödet uppgår till -11,1 MSEK (-7,2). Framgent estimerar Analyst Group ökad CAPEX kopplat till investeringar i produktionskapacitet, lagringsinfrastruktur samt fortsatt teknikutveckling, finansierat av den nyligen genomförda emissionen samt det gröna lånet från Almi.

Vid utgången av Q2-25 uppgick kassan till ca 6,8 MSEK. Med hänsyn till den återstående nettolikvid som vid periodens slut ännu inte var inbetald, och som vi estimerar till ca 6 MSEK, bedöms kassan efter utgången av Q3-25 uppgå till ca 12,8 MSEK. De räntebärande skulderna uppgick vid utgången av Q2-25 till ca 7,1 MSEK. Justerat för det gröna lånet om 7 MSEK som erhöles efter periodens slut, uppgår de räntebärande skulderna till ca 14,1 MSEK. Baserat på ovanstående beräknas den estimerade nettoskuden efter kvartalets utgång till ca 1,3 MSEK. Utöver detta kvarstår 3 MSEK att erhålla från Naturvårdsverket inom ramen för det beviljade klimatinvesteringsstödet från Q2-23. Klimatklivet-projektet är förlängt till slutet av år 2025 då det beräknas vara färdigställt.

Mot denna bakgrund bedömer Analyst Group att CirChem har en förhållandevis solid balansräkning, vilket skapar handlingsutrymme för att exekvera på de strategiska tillväxtinitiativen, innefattande kapacitetsökning, nya kundsamarbeten, nytt laboratorium och beredning inför framtida produktions- och lagringsytor.

Sammanfattningsvis fortsätter CirChem att leverera god tillväxt i kombination med en endast marginellt högre kostnadsmassa, vilket återigen bekräftar skalbarheten i affärsmodellen. Analyst Group hade dock förväntat sig en något högre tillväxttakt under kvartalet. Samtidigt vill vi betona att den breda pipelinen av affärsdialoger, avseende både slutna kretsloppslösningar och större engångsaffärer, har potential att skapa en ketchupeffekt vid realisering i konkreta avtal. De tillväxtdrivande initiativ som nu genomförs med stöd av det nyligen erhållna kapitaltillskottet, såsom utökad produktionskapacitet och lagringsinfrastruktur, understryker vår tro på att dessa dialoger kan konverteras till återkommande volymaffärer. Framöver blir det därför centralt att omsätta pipelinen till faktiska intäktsströmmar, en utveckling vi ser som tydliga triggers att bevaka under H2-25.

6 MSEK
estimerad nettolikvid
erhölls
efter utgången av
Q2-25

1,3 MSEK
estimerad nettoskuld
efter utgången av
Q2-25

Bolagsbeskrivning

CirChem är ett miljöteknikbolag vars affärsmodell är att återvinna lösningsmedel som idag i huvudsak används av industriföretag vid tillverkning av kemikalier och läkemedel. Användandet av dessa lösningsmedel såsom etanol, aceton, isopropanol m.fl. innebär en kostnad för industriföretagen att förbränna eller upparbeta efter användande, och genom att återvinna dessa lösningsmedel gör CirChem det möjligt att spara pengar åt kunderna. Dessutom får CirChem en produkt att rena och sälja tillbaka till befintlig kund eller andra företag, genom så kallade cirkulära lösningar, samtidigt som miljön besparas stora utsläpp, varför CirChems affärsmodell därmed gynnar samtliga parter och skapar en "win-win-win"-situation för CirChem, kunden och miljön.

CirChems affärsmodell är ekonomiskt gynnsam för både Bolaget och kunden, samt i slutändan även miljön.

Illustrativ bild av CirChems cirkulära affärsmodell



Analyst Groups illustration

Milstolpar

- ☒ Påbörja byggnation av första anläggning
- ☒ Första färdigställd anläggning i Vargön
- ☒ Erhålla miljötillstånd
- ☒ Kommersiellt kontrakt om 15 000 årston avfall
- ☒ Försäljningsavtal om högst 320 MSEK under avtalsperioden¹
- ☐ Maximera Vargöns anläggningsskapacitet
- ☐ 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 lösningsmedelsavfall 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.

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.

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

Marknadsanalys

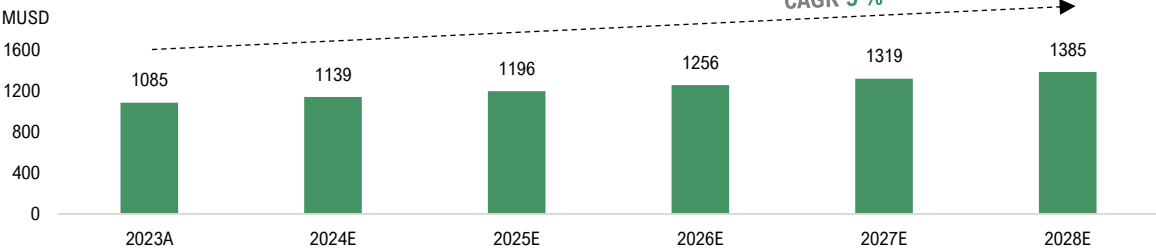
CirChem verkar inom marknaden för lösningsmedel, som främst används inom tillverkningsindustri, kemisk industri, livsmedelsindustri samt läkemedelsindustrin. Marknadssegmentet kan delas in ytterligare flera underkategorier, vari CirChem är av uppfattningen att industriella alkoholer utgör den största 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 anseilig 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

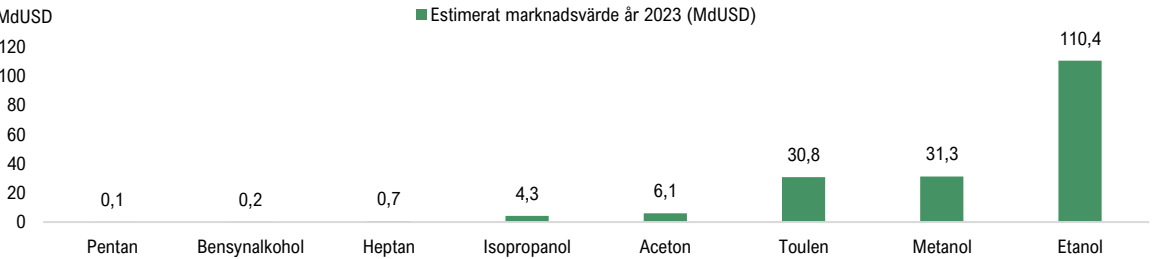


Källa: Markets and Markets – Solvent Recovery and Recycling Market, Global Forecast to 2028

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 inläsnings effekt 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 miljö tillstånd, 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 uttalande 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.

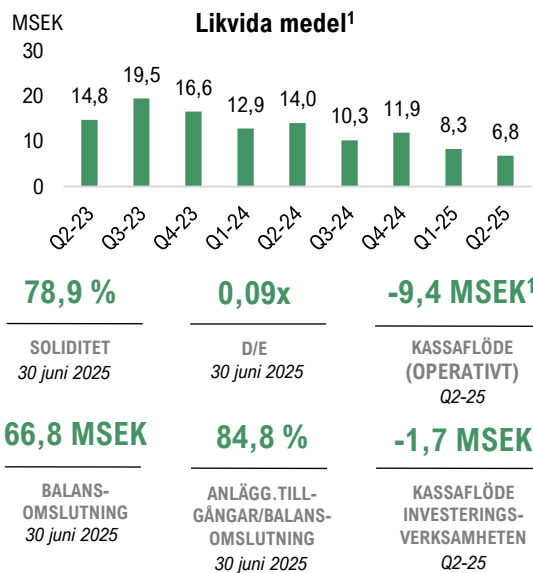
Även om grundinvesteringarna till stor del är gjorda, estimerar Analyst Group att CirChem dock löpande kommer att behöva 1) utöka kapaciteten genom att bygga ut och ersätta nuvarande produktionsanläggning, och 2) investera i ny utrustning för att skapa nya produktionslinor anpassade efter specifikt lösningsmedelsavfall. 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



¹Av emissionslikviden redovisades ca 4,7 MSEK i kassaflödet för Q2-25, medan resterande ca 6 MSEK erhöles först under inledningen av Q3-25.

Under Q2-25 genomförde CirChem en företrädesemission som tecknades till 125 %, vilket tillförde Bolaget en nettolikvid om ca 10,7 MSEK. Av detta belopp redovisades ca 4,7 MSEK i kassaflödet för Q2-25, medan resterande ca 6 MSEK erhöles i början av Q3-25. Kapitaltillskottet möjliggör fortsatt utbyggnad av produktionskapacitet, färdigställande av nytt laboratorium, kommersialisering av kundsamarbeten inom fordons- och färgindustrin samt förberedelser för framtida lagrings- och produktionsytor.

Efter kvartalets utgång upptog CirChem även ett grönt lån om 7 MSEK från Almi med en löptid om 5 år och årlig ränta om 7 %, avsett att delfinansiera dessa investeringar. Tillsammans bidrar kapitaltillskotten till reducerad finansiell risk och ökad flexibilitet, vilket ger utrymme att genomföra tillväxtdrivande initiativ och expandera kapaciteten för att möta ökad efterfrågan.

Vid utgången av Q2-25 uppgick de räntebärande skulderna till ca 7,1 MSEK. Justerat för det gröna lånet som erhöles efter periodens slut uppgår skulderna till ca 14,1 MSEK. Med en kassa om 6,8 MSEK och återstående nettolikvid om ca 6 MSEK estimeras nettoskulden efter Q2-25 till ca 1,3 MSEK.

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 kapacitetsutnyttjandet. 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.

CirChem har bl.a. kommunicerat att Bolaget avser att investera i utbyggnad av produktionskapacitet samt färdigställandet av ett nytt laboratorium för kvalitetssäkring. Vidare estimeras ytterligare investeringar i framtida lagrings- och produktionsytor för att kunna möta den ökade efterfrågan.

Med en estimerad nettoskuld om 1,3 MSEK efter utgången av Q2-25 samt 3 MSEK i klimatinvesteringsstöd från Naturvårdsverket som ännu inte utbetalats, bedömer Analyst Group att CirChem har en förhållandevis robust finansiell position med ca 6,8 MSEK i kassa, vilket skapar handlingsutrymme för att exekvera på de strategiska tillväxtinitiativen framgent, 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 fordonstillverkare värt minst 4,4 MSEK per år, baserat på en sluten kretslopps lösning som förväntas generera återkommande intäktsströmmar över tre år. Därtill har Bolaget tre pågående pilotprojekt för slutna kretsloppslösningar, vilka vi bedömer har potential att konverteras till långsiktiga avtal av liknande magnitud. Avtalet med NG Nordic (Q3-25) bedöms även kunna leda till lukrativa affärer, avseende såväl linjära flöden som slutna kretsloppslösningar, givet den breda försäljningskanal som samarbetet medför.

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

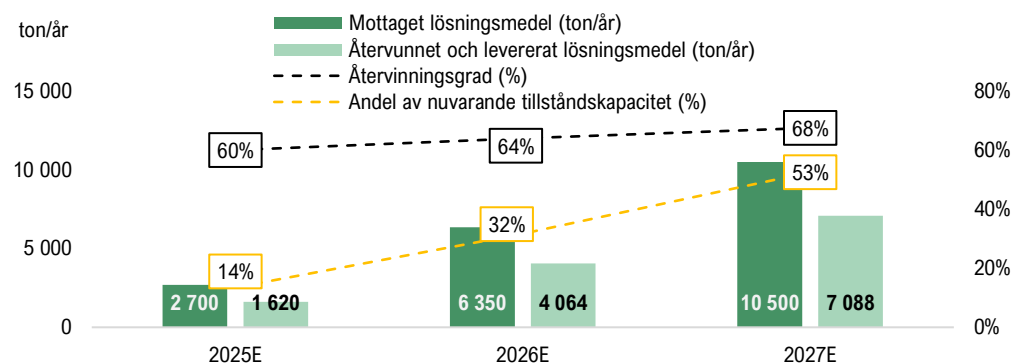
Återvinningsgrad

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 60–68 % mellan åren 2025–2027, där variationen bedöms bero på en varierande inflödesmix av lösningsmedelsavfall.

60-68 %
Genomsnittlig
estimerad
återvinningsgrad

CirChem estimeras återvinna och leverera ca 7 100 ton lösningsmedel år 2027.

Estimerad mängd mottaget och återvunnet lösningsmedel, 2025-2027E



Analyst Groups prognos

Sammanfattning omsättningsprognos 2025-2027

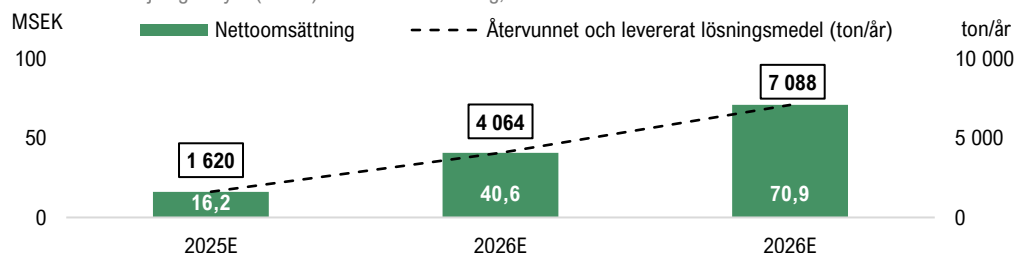
Sammantaget estimerar Analyst Group att CirChem gradvis antas skala upp verksamheten och därigenom motta ca 2 700 ton lösningsmedelsavfall år 2025, följt av 6 350 ton lösningsmedelsavfall år 2026 och 10 500 ton år 2027. Då Bolagets nuvarande miljötillstånd motsvarar max 20 000 ton mottaget lösningsmedelsavfall per år, utgör 2026 och 2027 års estimerade volymer ca 32 % respektive 53 % av nuvarande maxkapacitet. Vidare estimerar Analyst Group att CirChem kan uppnå en genomsnittlig återvinningsgrad av det mottagna lösningsmedel inom spannet 60–68 % under kommande år, vilket motsvarar estimerade försäljningsvolymer om ca 1 620 ton till ca 7 088 ton mellan åren 2025–2027. Utifrån ovan nämnda volymer och ett genomsnittligt estimerat försäljningspris om 10 SEK/kg under prognosperioden, härleds en estimerad nettoomsättning om 16,2 MSEK för år 2025, följt av 40,6 MSEK respektive 70,9 MSEK för år 2026 respektive år 2027.

70,9 MSEK
Estimerad
nettoomsättning
2027E

För att sätta estimaten i perspektiv motsvarar vår prognos för 2026 års nettoomsättning ca 4–5 slutna kretsloppslösningar, liknande avtalet med fordonstillverkaren, samt en större engångsorder i nivå med Stena DK. I detta scenario estimeras en återkommande omsättning om ca 5–6 MSEK årligen från kretsloppslösningarna samt en engångsintäkt om ca 15 MSEK från större order.

Gjorda antaganden resulterar i en såld volym om ca 7 100 ton år 2027.

Estimerad försäljningsvolym (ton/år) och nettoomsättning, 2025-2027E



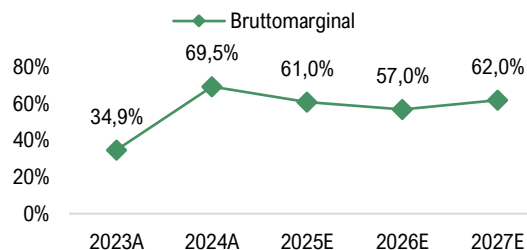
Analyst Groups prognos

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 bruttokostnaderna. 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 69 % 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 61 % år 2025, följt av 57 % år 2026, primärt hänförligt till 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 62 % år 2027.

~ 62 %
Bruttomarginal
2027E

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 18 personer år 2027, vilket resulterar i estimerade personalkostnader om ca 19,8 MSEK år 2027.

Skalbar
affärsmodell
möjliggör
marginalexpansion

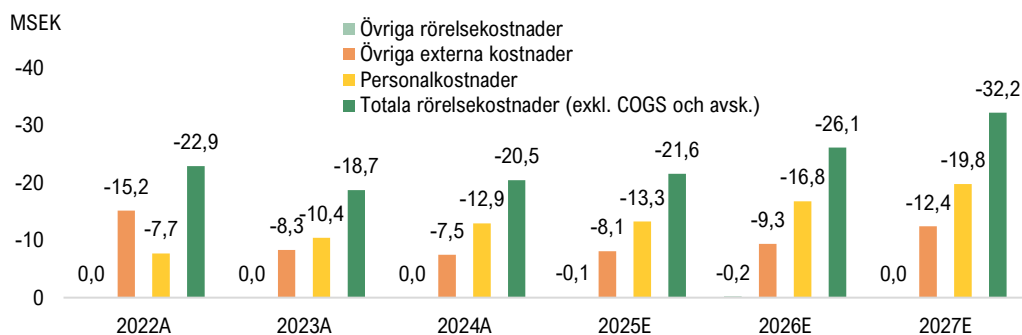
CirChems övriga externa kostnader omfattar konsulttjänster och projektledning kopplat till optimering av anläggningen, säkerhetsåtgärder och efterlevnad av regulatoriska krav. Detta inkluderar specialistkompetens inom bl.a. kemi, juridik och hantering av brandfarliga varor, samt praktiska åtgärder för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

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 2022A-2027E, Base scenario.



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 10 500 ton mottaget lösningsmedelsavfall år 2027, med en genomsnittlig återvinningsgrad om 68 %, vilket mynnar ut i ca 7 100 ton återvunnet och sålt lösningsmedel, motsvarande en nettoomsättning om ca 71 MSEK.

Ett ökat inflöde av mer varierande lösningsmedelsavfall, kombinerat med initiala flaskhalsar relaterade till produktionsupprampningen, förväntas leda till en bruttomarginal om 57 % år 2026. Därefter estimeras CirChem kunna optimera inflödesmixen och effektivisera anläggningens processer, vilket reflekteras i en prognostiserad bruttomarginal om ca 62 % år 2027.

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 2,0 MSEK år 2026 och 15,2 MSEK år 2027. För år 2027 motsvarar detta en justerad EBITDA-marginal om 16,6 %.

70,9 MSEK
Nettoomsättning 2027E

16,6 %
EBITDA-marginal 2027E

15,2 MSEK
EBITDA 2027E

Följande är en sammanställning av Analyst Groups estimat för CirChem.

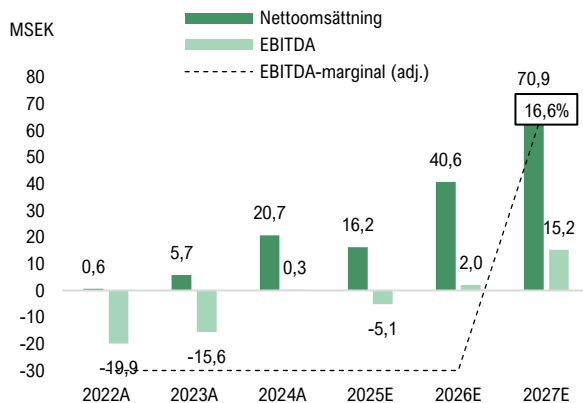
Finansiell prognos, Base scenario

Base scenario, MSEK	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
Nettoomsättning	0,6	5,7	20,7	16,2	40,6	70,9
COGS	-1,1	-3,7	-6,3	-6,3	-17,5	-26,9
Bruttoresultat ¹	3,0	3,2	20,7	16,4	28,2	47,4
Bruttomarginal (adj.) ²	neg.	34,9%	69,5%	61,0%	57,0%	62,0%
Övriga externa kostnader	-15,2	-8,3	-7,5	-8,1	-9,3	-12,4
Personalkostnader	-7,7	-10,4	-12,9	-13,3	-16,8	-19,8
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	-0,1	-0,2	0,0	0,0
EBITDA ¹	-19,9	-15,6	0,3	-5,1	2,0	15,2
EBITDA-marginal (adj.) ²	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	16,6%

Analyst Groups prognos

¹Inkl. aktiverat arbete och övriga intäkter.

²Exkl. aktiverat arbete och övriga intäkter.





Värdering: Base scenario

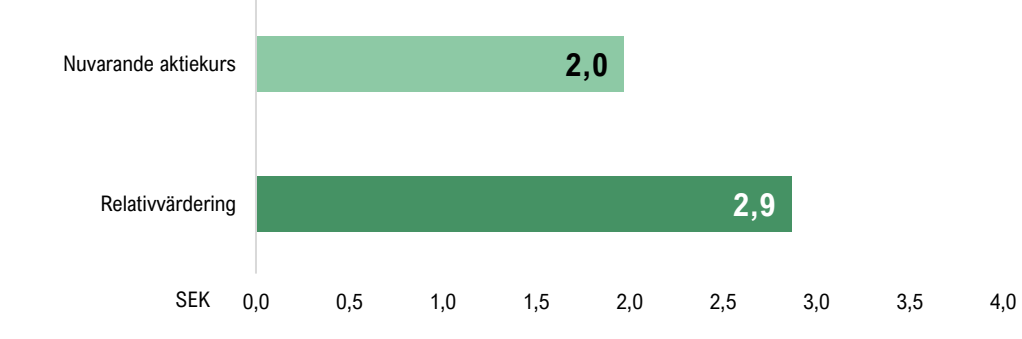
För att sätta värderingen i perspektiv görs en jämförelse med ett globalt urval av miljöteknikbolag verksamma inom marknaden för *Speciality Chemicals*. Samtliga jämförelsebolag befinner sig i en mogen fas och är avsevärt mycket större än CirChem i termer av börsvärde, vilket motiverar en viss värderingsrabatt. 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 27,5 % LTM, vilket är väsentligt lägre än CirChems 69 % LTM. På EBITDA-nivå uppgår medianlönsamheten till 10,2 % LTM, men givet CirChems höga bruttomarginal och skalbara affärsmodell estimerar Analyst Group en EBITDA-marginal om 19,5 % år 2027, 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	94 259	132 501	47 134	-12,0%	7,8%	-4,6%	2,0	2,8	-61,6
Ashland Inc	24 779	36 842	17 642	-7,9%	30,2%	4,1%	1,4	2,1	50,7
Cabot Corp	41 612	50 825	36 012	-4,1%	25,2%	21,3%	1,2	1,4	6,6
Clariant AG	31 808	50 135	47 885	-7,9%	29,8%	14,7%	0,7	1,0	7,1
Croda International PLC	44 730	52 124	21 260	-7,2%	45,1%	21,3%	2,1	2,5	11,5
Elementis PLC	9 058	9 841	6 911	-0,2%	46,3%	4,1%	1,7	1,9	46,2
Kemira	34 179	37 336	31 470	-7,2%	18,3%	18,3%	1,1	1,2	6,5
The Chemours Co	21 794	56 135	55 221	-4,9%	18,3%	5,7%	0,4	1,0	17,9
Genomsnitt	37 777	53 217	32 942	-6,4%	27,6%	10,6%	1,3	1,7	10,6
Median	32 994	50 480	33 741	-7,2%	27,5%	10,2%	1,3	1,6	9,3
CirChem	81	82	24	527,2%	68,8%	-18,4%	3,4	3,5	-19,0

CirChems affärsmodell möjliggör goda rörelsemarginaler vid stigande volymer, varför värderingen utgår från EBITDA-resultatet. Med tanke på att ovan sektorgrupp består av bolag i en mer mogen tillväxtfas, att jämföra med CirChem som befinner sig i startgroparna för en tillväxtresa, kan det argumenteras för att CirChem under de närmaste åren initialt ska handlas till en högre multipel. Samtidigt har vi sedan 2022 lämnat en +10-årig period av lågräntor och omfattande stödköpsprogram från världens finansiella institut. Det ekonomiska klimat vi nu befinner oss i resulterar fortsatt i ökade avkastningskrav och reducerade vinstmultiplar, något som påverkar även CirChem. Med hänsyn till detta tillämpar vi i denna analys en målmultipel om EV/EBITDA 10x, vilket applicerat på 2027 års estimerade EBITDA-resultat om ca 15,2 MSEK motsvarar ett Enterprise Value (EV) om 152 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 2,9 kr i ett Base scenario.

2,9 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 2027 års estimerade EBITDA-resultat om ca 24,4 MSEK. Med en diskonteringsränta om 12,2% och beaktande av nuvarande kapitalstruktur, motiveras ett potentiellt nuvärde per aktie om 5,1 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.

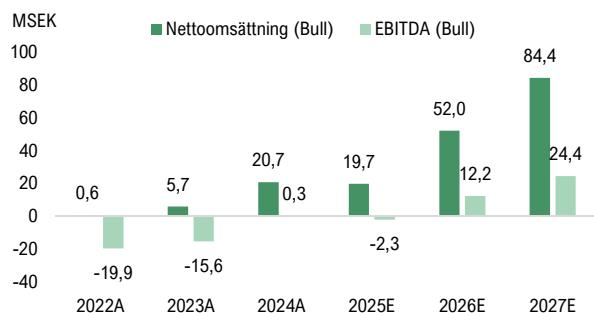
I ett Bear scenario appliceras en EV/S multipl om 1,5x på 2027 års estimerade nettoomsättning, då Bolaget förväntas brottas med lönsamhet under de kommande två åren, och först påbörja marginalresan år 2027. Följaktligen appliceras en försäljningsbaserad multipl, med en antagen diskonteringsränta om 12,2%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

5,1 kr
Bull scenario

1,2 kr
Bear scenario

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

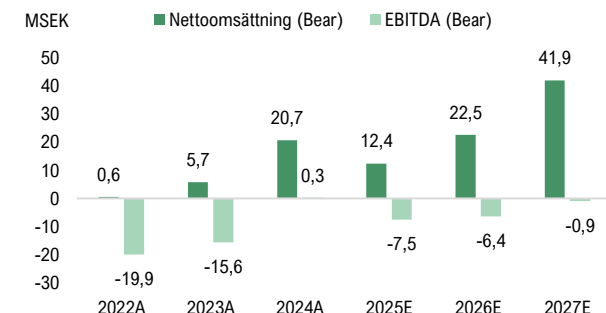
Prognos Bull scenario, åren 2022A-2027E



Analyst Groups prognos

I ett Bear scenario förväntas lönsamheten dröja.

Prognos Bear scenario, åren 2022A-2027E



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.*



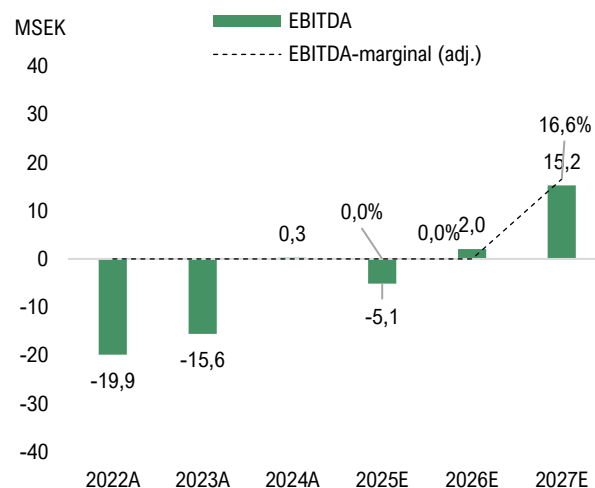
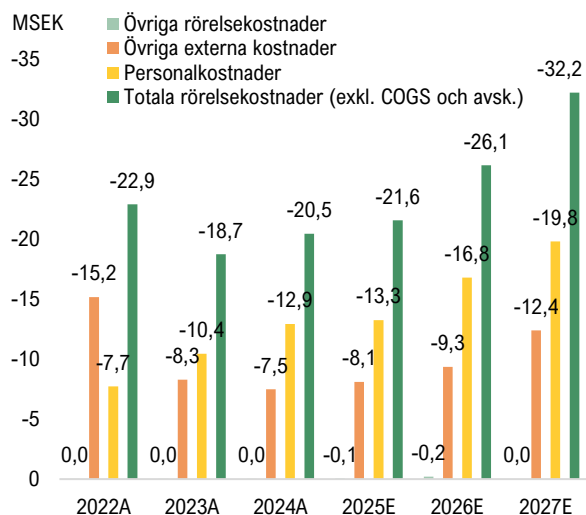
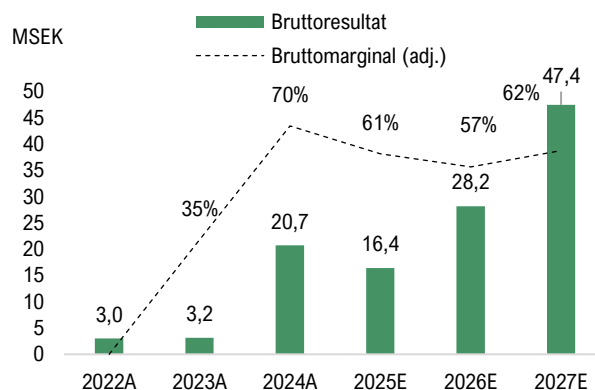
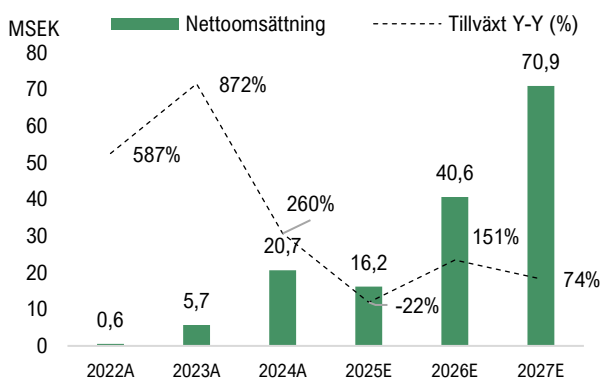
Johan Norell Bergendahl, Styrelseledamot

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)	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
Nettoomsättning	0,6	5,7	20,7	16,2	40,6	70,9
Aktiverat arbete för egen räkning	3,4	1,0	5,2	6,3	5,0	3,5
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,1	1,2	0,3	0,0	0,0
Totala intäkter	4,1	6,9	27,0	22,7	45,6	74,4
Handelsvaror	-1,1	-3,7	-6,3	-6,3	-17,5	-26,9
Bruttoresultat	3,0	3,2	20,7	16,4	28,2	47,4
Bruttomarginal (adj.)	neg.	34,9%	69,5%	61,0%	57,0%	62,0%
Övriga externa kostnader	-15,2	-8,3	-7,5	-8,1	-9,3	-12,4
Personalkostnader	-7,7	-10,4	-12,9	-13,3	-16,8	-19,8
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	-0,1	-0,2	0,0	0,0
EBITDA	-19,9	-15,6	0,3	-5,1	2,0	15,2
EBITDA-marginal (adj.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	16,6%

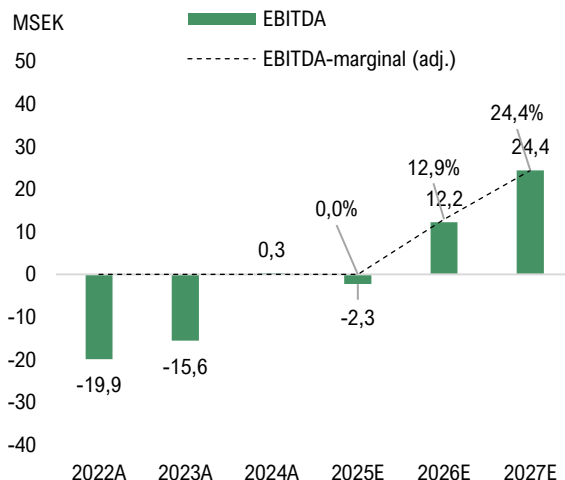
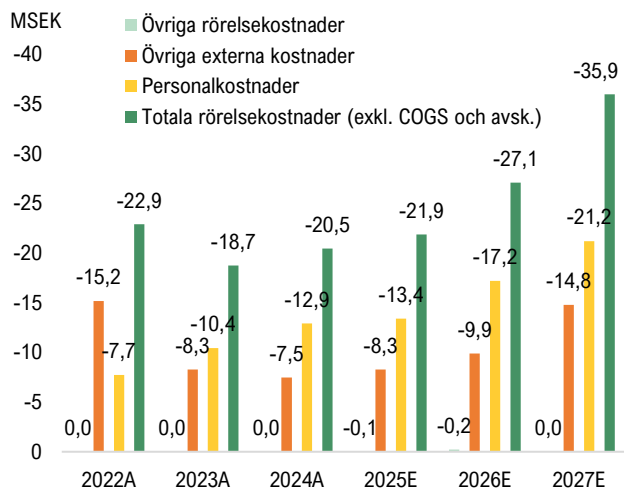
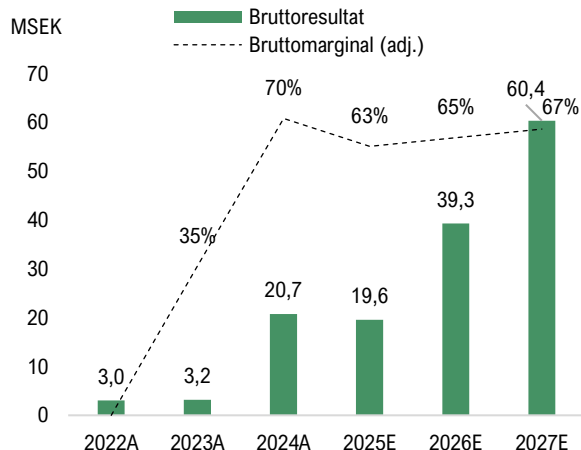
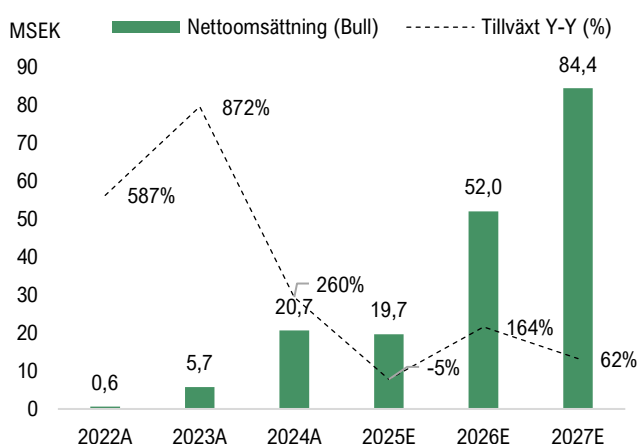
Base scenario, Nyckeltal	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
P/S	137,4	14,1	3,9	5,0	2,0	1,1
EV/S	139,5	14,4	4,0	5,1	2,0	1,2
EV/EBITDA	neg.	neg.	316,0	neg.	40,9	5,4



Appendix

Bull scenario (MSEK)	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
Nettoomsättning	0,6	5,7	20,7	19,7	52,0	84,4
Aktiverat arbete för egen räkning	3,4	1,0	5,2	6,9	5,5	3,9
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,1	1,2	0,3	0,0	0,0
Totala intäkter	4,1	6,9	27,0	26,9	57,5	88,2
Handelsvaror	-1,1	-3,7	-6,3	-7,3	-18,2	-27,8
Bruttoresultat	3,0	3,2	20,7	19,6	39,3	60,4
Bruttomarginal (adj.)	neg.	34,9%	69,5%	63,0%	65,0%	67,0%
Övriga externa kostnader	-15,2	-8,3	-7,5	-8,3	-9,9	-14,8
Personalkostnader	-7,7	-10,4	-12,9	-13,4	-17,2	-21,2
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	-0,1	-0,2	0,0	0,0
EBITDA	-19,9	-15,6	0,3	-2,3	12,2	24,4
EBITDA-marginal (adj.)	neg.	neg.	neg.	neg.	12,9%	24,4%

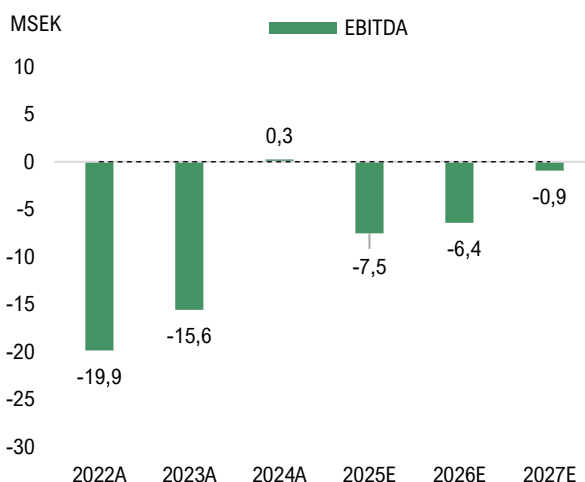
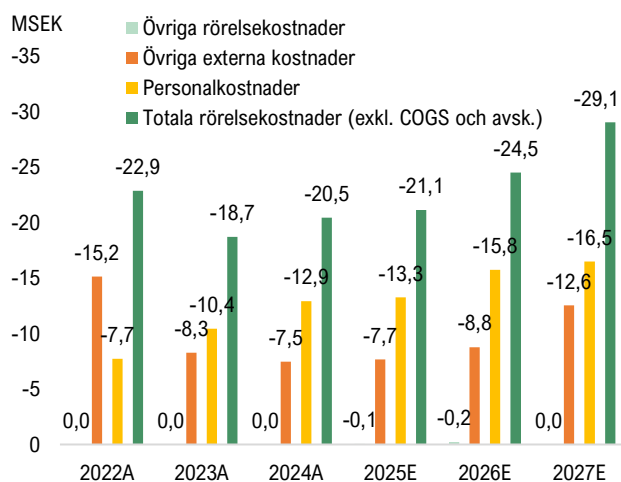
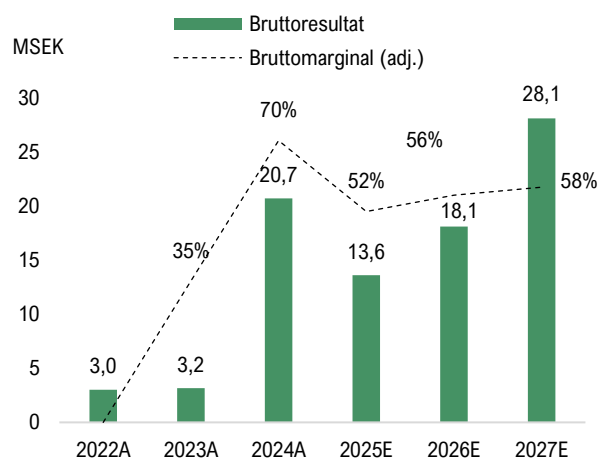
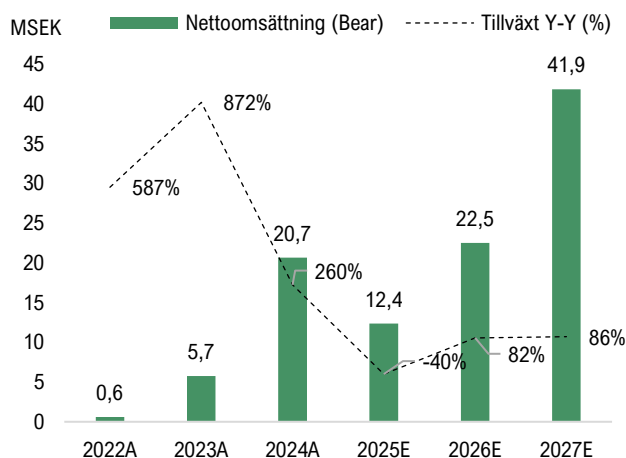
Bull scenario, Nyckeltal	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
P/S	137,4	14,1	3,9	4,1	1,6	1,0
EV/S	139,5	14,4	4,0	4,2	1,6	1,0
EV/EBITDA	neg.	neg.	316,0	neg.	6,7	3,4



Appendix

Bear scenario (MSEK)	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
Nettoomsättning	0,6	5,7	20,7	12,4	22,5	41,9
Aktiverat arbete för egen räkning	3,4	1,0	5,2	6,9	5,5	3,9
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,1	1,2	0,3	0,0	0,0
Totala intäkter	4,1	6,9	27,0	19,5	28,0	45,7
Handelsvaror	-1,1	-3,7	-6,3	-5,9	-9,9	-17,6
Bruttoresultat	3,0	3,2	20,7	13,6	18,1	28,1
Bruttomarginal (adj.)	neg.	34,9%	69,5%	52,0%	56,0%	58,0%
Övriga externa kostnader	-15,2	-8,3	-7,5	-7,7	-8,8	-12,6
Personalkostnader	-7,7	-10,4	-12,9	-13,3	-15,8	-16,5
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	-0,1	-0,2	0,0	0,0
EBITDA	-19,9	-15,6	0,3	-7,5	-6,4	-0,9
EBITDA-marginal (adj.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.

Bear scenario, Nyckeltal	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
P/S	137,4	14,1	3,9	6,6	3,6	1,9
EV/S	139,5	14,4	4,0	6,7	3,7	2,0
EV/EBITDA	neg.	neg.	316,0	neg.	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.