

Scandinavian Enviro Systems

Mangold Insight - Uppdragsanalys - Uppdatering 2021-03-12

MANGOLD

Däcket har satts i rullning

Scandinavian Enviro Systems har slutit avtal med den franska däcktillverkaren Michelin och ska tillsammans färdigställa en fullskale-anläggning före 2024. Mangold ser positivt på avtalet och de förväntade konsekvenserna från det. Utöver de royalty-intäkter som denna anläggning förväntas bringa, minskar även SES finansiella risk tack vare Michelins åtaganden. Vidare innebär en första anläggning islossning för SES som, utöver marknadsföring, nu kan disponera mer tid till fortsatt verksamhetsutveckling och investeringar i anläggningar.

Positivt momentum för kimrök

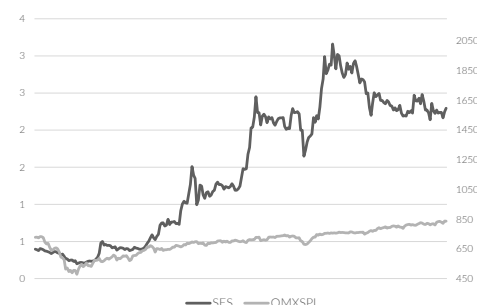
SES avser expandera sin verksamhet och ta andelar på marknaden för kimrök. Företag inom kimrökbranschen som vill förverkliga omställningen mot en mer hållbar produktion kan uppnå synergieffekter med SES. Vi ställer oss positiva till den expansionsplan bolaget har kommunicerat om 30 anläggningar före 2030 och förväntar oss att detta kan innebära lönsamhet år 2025. För att detta ska gå i lås krävs fortsatta samarbetsavtal med företag likt Michelin.

Upprepad riktkurs

Mangold ser samarbetet med Michelin som värdehöjande, vilket tillsammans med positiva tillväxtutsikter gör att vi valt att upprepa riktkursen 5,00 kronor per aktie på 12 månaders sikt. Riktkursen ger en uppsida i aktien på 127 procent. I vårt basscenario står cirka 24 anläggningar i bruk 2028, samtidigt som SES erhåller intäkter i form av royalty från samarbetet med Michelin. Den växande efterfrågan från marknaden och ett ökat intresse för pyrolysolja kan ge stöd för en ännu högre riktkurs.

Information

Rek/Riktkurs (kr)	Köp 5,00
Risk	Hög
Kurs (kr)	2,2
Börsvärde (Mkr)	1 307
Antal aktier (M)	580,8
Free float	71%
Ticker	SES
Nästa rapport	2021-05-20
Hemsida	envirosystems.se
Analytiker	Emil Ohlsson



Kursutveckling

	1m	3m	12m
SES	4,3	-18,7	579,8
OMXSPI	3,8	10,5	34,2

Nyckeltal

	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
Intäkter (Mkr)	2	54	216	700	1024
EBIT (Mkr)	-50	-150	-204	-171	-251
Vinst före skatt (Mkr)	-50	-150	-204	-174	-258
EPS, justerad (kr)	-0,09	-0,04	-0,05	-0,06	-0,09
EV/Sales	663,5	23,3	5,8	1,8	1,2
EV/EBITDA	neg	neg	neg	neg	neg
EV/EBIT	neg	neg	neg	neg	neg
P/E	neg	neg	neg	neg	neg

Ägarstruktur

	Antal aktier	Kapital
Michelin	116M	20,0%
Avanza Pension	38M	6,5%
Nordnet Pension	16M	2,8%
Lennart Persson	12M	2,1%
Pegroco Invest	5 150 000	0,9%
Conatum	4 800 649	0,8%
Leif Rydén	3 501 021	0,6%
Swedbank Försäkring	3 418 823	0,6%
Totalt	580 826 115	100%

SES - Investment case

Miljö och lönsamhet hand i hand

Mangold ser potential i Scandinavian Enviro Systems (SES) och väljer att upprepa riktkursen om 5,00 kronor på 12 månaders sikt.

Upprepad riktkurs om 5,00 kronor

Miljöaspekten ökar i betydelse

Förbrukade däck är ett stort miljö- och avfallsproblem. Mängden uttjänta däck väntas öka i takt med att fordonsflottan världen över växer. Flera ledande och globala däcktillverkare har höjt sina miljömål och gjort återvinning av däck prioriterat. Därför finns ett större intresse i branschen för att bidra till en hållbar ekonomi. Även myndigheter och konsumenter skärper kontinuerligt olika krav vad gäller däckens negativa påverkan på miljön. Återvinning av uttjänta däck är en av de viktigaste åtgärderna för detta arbete.

Miljökraven och intresset för hållbarhet ökar i däckindustrin

Hög lönsamhet i återvinning

SES konstruerar och producerar anläggningar som kan byggas individuellt eller genom partnerskap. Mangold spår att bolaget kommer att ha påbörjat och färdigställt cirka 23 anläggningar till år 2028 med en omsättning per anläggning om 216 miljoner kronor. SES kommer med sin teknik kunna uppnå en bruttomarginal om mellan 60 och 70 procent. Genom att däcktillverkare och kimröksföretag kan erbjuda finansiering kan de tillsammans med SES vara med och tjäna bra pengar på återvinning vid sidan om sin ordinarie affär.

Däcktillverkarna kan vara med och investera i lönsam återvinning

Tillväxtmarknad med få aktörer

Det finns en handfull företag som sysslar med däckåtervinning, men bara ett fåtal som har en avancerad pyrolysteknologisk process, bland dessa SES. Återvunnen kimrök står enbart för 0,03 procent av total kimröksproduktion. Bolaget har nu en stor möjlighet att etablera sin teknik och skaffa sig ett försprång. Marknaden är i sin linda och det finns en enorm tillväxtpotential under många år framöver.

SES en av få spelare på en ny stor marknad

Michelin vill vara med på resan

Michelin har tydliga hållbarhetsmål. Av det material som används i Michelins däck ska 100 procent vara hållbart år 2050. Michelin gick under våren 2020 in som största ägare i SES och de två bolagen har slutit avtal gällande ett strategiskt partnerskap. Michelins intresse för SES bekräftar behovet för bolagets teknik och dess kommersiella potential och ger SES möjlighet att få ett globalt genomslag. Dessutom är partnerskapet värdefullt ur ett marknadsföringsperspektiv.

Avtal med Michelin i hamn

SES - Uppdatering

Däcket har satts i rullning

Scandinavian Eniro System har slutit avtal med franska däcktillverkaren Michelin om att bygga en första fullskaleanläggning för återvunnen kimrök i Chile. Avtalet sträcker sig till 2035 och omfattas sammanfattningsvis av följande parametrar:

- En anläggning byggs med start 2021 och förväntat slut år 2024.
- SES erhåller en andel om 10 procent i anläggningen motsvarande en investering om 20 miljoner kronor. Michelin erlägger SES 15 miljoner kronor för bland annat ingenjörstjänster. SES nettoinvestering i den chilenska anläggningen uppgår således till fem miljoner kronor, vilket är betydligt lägre än de 400 miljoner kronor bolaget räknar med att anläggningen hade kostat utan Michelins finansiella åtagande.
- Michelins närvaro innebär även ett garantiåtagande från det franska bolaget. Detta innebär att risken för SES att bli ersättningsskyldiga, givet ett utfall som avviker från de mål som har blivit satta för anläggningen, är mycket låg. Projektrisken understiger 20 miljoner kronor. Denna risk hade enligt SES för ett liknande avtal med andra parter för en första fullskalig anläggning uppgått till cirka 350 miljoner kronor om inte Michelin hade varit närvarande.
- Utöver den första anläggningen har Michelin rätt att nyttja SES patenterade teknologi och bygga nya anläggningar under avtalets löptid fram till 2035.
- SES erhåller en engångsersättning av Michelin för varje ny anläggning som byggs. Utöver detta får SES en rörlig ersättning (royalty) baserad på försäljning för varje anläggning som byggs i samarbete med Michelin. Ersättningen fastställs genom en procentsats av såld volym. SES uppskattar att en fullskalig Michelin-anläggning kan ge bolaget cirka 60 till 160 miljoner kronor i intäkter under en tio-årsperiod i ett bas-scenario. Bolaget väljer att inte kommunicera vilken procentsats det rör sig om per anläggning då det potentiellt kan missgynna bolaget i framtida förhandlingar med andra potentiella samarbetspartners.

Avtalet med Michelin förväntas innebära islossning för SES. Primärt minskar bolagets finansiella risk, vilket bidrar till att bolagets kapitalinsats i Michelin-anläggningen blir lägre. Därmed kan bolaget rikta mer resurser till egen verksamhetsutveckling. Vidare väntas SES försäljning öka kraftigt med grund i den starka efterfråga för återvunnen kimrök som Michelin och däckbranschen eftersträvar. SES menar att det skulle krävas cirka 200 anläggningar före 2050 för att nå Michelins mål om att 100 procent av bolagets däckmaterial ska framställas på ett hållbart sätt. Givet fortsatt arbete med Michelin innebär detta intäktsströmmar många år framöver. Avtalet bekräftar SES teknologi, och ingjuter förtroende från en av världens största däckproducent.

Avtal med ledande däcktillverkare

SES nettoinvestering är fem miljoner kronor

Projektrisken understiger 20 miljoner kronor

En Michelin-anläggning värd cirka 60 till 160 miljoner kronor

Michelin-avtal banar väg för fler anläggningar

SES - Uppdatering forts.

Aggressiv expansionsplan

Samarbetet med Michelin innebär inte någon begränsning i att göra affärer med andra parter. Intresset för SES teknologi är stort. Bolaget för diskussioner med 16 däcktillverkare varav tre av de fyra största i världen. Genom avtalet med Michelin erhåller SES en kontinuerlig intäktsström genom vilken egna anläggningar kan utvecklas, samtidigt som kapitalinsatsen är mycket lägre tack vare finansiella åtaganden av Michelin. Framgent avser SES bygga sin andra egna anläggning år 2022. Sedan tidigare har SES en anläggning i Åsens bruk. Från år 2024 och framåt förväntar bolaget sig att bygga fyra anläggningar per år för att inom tio år ha minst 30 anläggningar. Primärt ska dessa vara belägna i Sverige och Centraleuropa.

Fyra nya anläggningar per år från 2024, totalt 30 innan 2030

SES - PROGNOSE FÖRSÄLJNING & NYA ANLÄGGNINGAR

	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Nettoomsättning (Mkr)	54	216	700	1 024	1 670	2 371	3 610	5 010
EBIT (Mkr)	-150	-204	-171	-251	182	662	1 217	1 656
Antal anläggningar (St)	0,25	1,00	3,25	4,75	7,75	11,00	16,75	23,25
Tillväxt		300%	225%	46%	63%	42%	52%	39%

Källa: Mangold Insight

SES är verksamma i en kapitalintensiv bransch. Bolagets expansion kräver investeringar i anläggningar med stora kapacitetsbehov om minst 30 tusen ton däck. Michelin-anläggningen i Chile avser 30 tusen ton däck. En fullskale-anläggning med kapacitet om 30 tusen ton däck kan kosta upp till 400 miljoner kronor. För att förverkliga sin expansionsplan har SES anställt en global investmentbank som ska optimera hur bolaget ska finansiera sin expansion. En kapitalinjektion kommer att krävas under 2021. På längre sikt krävs fortsatta åtaganden för att bolaget ska kunna förverkliga sina expansionsmål.

Global finansiell rådgivare optimerar finansiering

Sikte på hållbar olja härnäst

SES anläggningar använder förbrukade däck för att utvinna kimerök, bio-olja, stål och gas. SES räknar med att en anläggning likt den i Chile med kapacitet för 30 tusen ton däck kan utvinna nio tusen ton kimerök, samt 14 tusen ton pyrolys-olja. Kimerök är bolagets huvudsakliga försäljningspunkt, samtidigt som bolaget menar att den ekonomiska potentialen i pyrolysolja är enorm. Marknadens efterfråga för bio-olja likt den SES tillhandahåller ökar parallellt med branschens omställning mot ökad hållbarhet. Samtidigt räknar bolaget med att kunna sälja sin olja för mellan 500 och 1 000 euro per ton. Tidigare estimat uppgick till 25 procent av detta pris. En anläggning har en bruttomarginal på mellan 60 till 80 procent enligt SES, samtidigt som kapaciteten för att utvinna olja är stor och marknadsefterfrågan är hög. Detta ligger till grund för att bolaget spår att utvecklingen av pyrolysolja kan bli ett mycket lönsamt segment framöver.

Hög bruttomarginal

SES - Uppdatering forts.

First mover advantage

Marknadspotentialen i återvunnen kimrök och pyrolysolja är stor samtidigt som kraven på att omfattade branscher blir mer hållbara ökar. Enligt SES skulle det krävas cirka 900 anläggningar för att möta den globala efterfrågan för kimrök i däck, givet att en anläggning har kapacitet om 30 000 ton. Vidare uppskattas efterfrågan på återvunnen kimrök växa med motsvarande 23 anläggningar per år. Om marknaden för kimrök skulle ställa om till återvunnen kimrök skulle detta kräva 800 anläggningar. Dessa förutsättningar innebär stora skillnader mot rådande utbud, vilket medför att det finns goda anledningar till att tro att dessa marknadsförutsättningar genererar högre priser än de som råder nu.

Den globala efterfrågan för kimrök motsvarar 900 anläggningar

SES har goda förutsättningar att ta marknadsandelar. Bolaget menar att i ett basscenario kan 160 anläggningar byggas, och att bolagets globala marknadsandel därmed uppgår till cirka 20 procent i marknaden för kimrök, vilken beräknas vara värd 22 miljarder dollar. Denna marknadsandel kan anses hög i kontrast till bolagets mål om 30 anläggningar innan 2030, men inkluderar bolagets egna anläggningar såväl som de där bolaget har ett samarbetsavtal. Likt avtalet med Michelin finns goda förutsättningar för samarbete med andra aktörer inom däck-och oljebranschen. Speciellt i samband med att inträdesbarriärerna för marknaden för återvunnen kimrök är höga. Till exempel krävs omfattande och komplicerad teknologi.

SES spår global marknadsandel om 20 procent

Bolagets framfart hämmas främst av hinder i kapacitet snarare än konkurrens. Marknaden för återvunnen kimrök består av få bolag, där SES primära konkurrenter är Delta Energy, som utvinner kimrök ur däck, och Bolder Industries som erbjuder gummilösningar men inte till däck. Den senare av de två avser noteras under 2021 och värderas preliminärt till cirka 7,5 miljarder kronor. Detta är nästan sju gånger högre än SES börsvärde. Quantafuel, som utvinner olja men ur plast istället för däck, kan också ses som en konkurrent. Det norska bolaget värderas till cirka 7,6 miljarder kronor.

Låg relativ värdering

SES - Prognoser och värdering

Lönsamma anläggningar

I våra prognoser nyttjar vi bolagets beräkningar och uppskattningar. En anläggning förväntas kräva en investering om cirka 400 miljoner vid fullt åtagande, och mellan två till fyra år innan anläggningen är återbetald. Vidare är bruttomarginalen per anläggning kring 60 procent i ett basscenario. Vi förväntar oss att SES försäljning ökar framgent till följd av fortsatt ökad efterfråga för återvunnen kimrök och pyrolysolja. Enligt våra beräkningar når SES lönsamhet 2025. Detta på grund av de investeringar som krävs under kommande år för att förverkliga sin expansion. Tillväxten förblir hög under hela prognosperioden.

Lönsamhet 2025

SES - PROGNOSE

(Mkr)	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Nettoomsättning	2	54	216	700	1 024	1 670	2 371	3 610	5 010
Tillväxt		2745%	300%	225%	46%	63%	42%	52%	39%
EBIT	-50	-150	-204	-171	-251	182	662	1 217	1 656
Rm	-2628,9%	-277,6%	-94,5%	-24,5%	-24,5%	10,9%	27,9%	33,7%	33,1%
VPA (Kr)	-0,09	-0,04	-0,05	-0,06	-0,09	0,04	0,26	0,48	0,88
Tillväxt		-55%	36%	14%	48%	-150%	486%	86%	82%

Källa: Mangold Insight

Fortsatt uppsida

Mangold värderar SES med en DCF-modell och ett avkastningskrav om 15 procent. Detta resulterar i en riktkurs per aktie om 5,00 kronor och en uppsida på cirka 127 procent över nuvarande börskurs. Riktkursen är densamma som i senaste analysen.

Riktkurs 5,00 kronor

SES - DCF-VÄRDERING

(Mkr)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
EBIT	-150	-204	-171	-251	182	662	1 217	1 656
Fritt kassaflöde	-48	-177	-251	-241	-311	54	420	309
Terminalvärde								7 792
Antaganden	Avkrav	Tillväxt	Skatt					
	15%	3%	22%					
Motiverat värde								
Enterprise value	2 870							
Equity value	2 905							
Riktkurs per aktie	5,00							

Källa: Mangold Insight

SWOT Analys

Styrkor

- Unik patenterad teknisk process för återvinning av uttjänta däck
- Trender för miljökrav ligger i linje med bolagets strategi
- Vedertagen teknik med förtroende från marknadsledare inom däcktillverkning
- Uppköp

Svagheter

- Ny spelare i en etablerad global bransch med stora starka aktörer
- Hög kapitalintensitet
- Beroende av löpande extern finansiering

Möjligheter

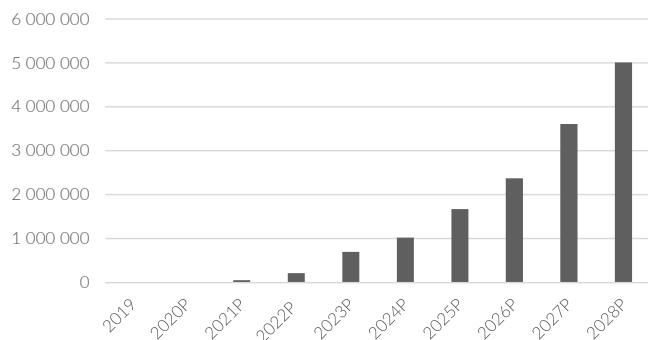
- Integration av hållbarhet i däcktillverkares affärsmodeller
- "First mover advantage" i att få ett par anläggningar i produktion
- Utveckla återvinningens kvalitet av både kimrök och olja vilket kan ge positiv påverkan på priset

Hot

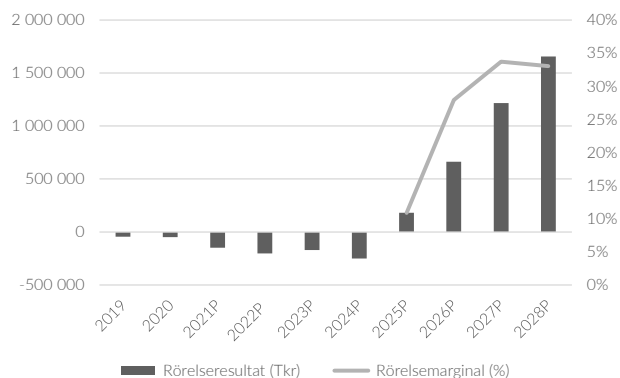
- Större industrikoncerner vill utveckla egen teknik "in house"
- Miljöpolitik orsakar lägre tillväxt eller missgynnsam prisutveckling på framför allt kimrök

SES - Appendix

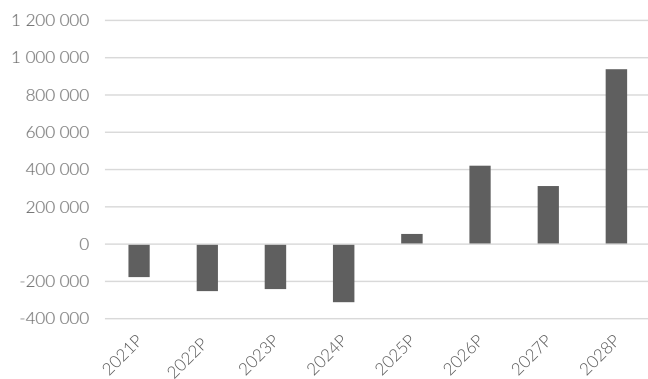
Enviro - Försäljning (Tkr)



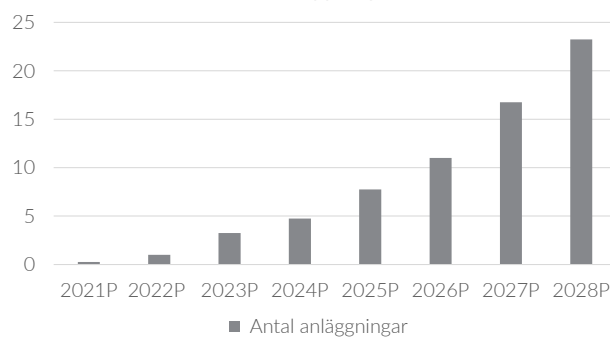
Enviro - Rörelseresultat och marginal



Enviro - Fritt kassaflöde (Tkr)



Enviro - Anläggningar i drift



Resultaträkning och balansräkning

Resultaträkning (Mkr)	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Intäkter	1,2	1,9	53,9	215,5	700,4	1 023,6	1 670,1	2 370,5
Kostnad sålda varor	-0,6	-0,4	-16,2	-64,7	-280,2	-307,1	-501,0	-711,2
Bruttovinst	0,6	1,5	37,7	150,9	420,2	716,5	1 169,1	1 659,4
Bruttomarginal	48%	80%	70%	70%	60%	70%	70%	70%
Personalkostnader	-16,9	-18,2	-22,4	-26,5	-30,6	-34,8	-38,9	-43,1
Övriga kostnader	-15,4	-20,3	-24,6	-37,1	-42,9	-34,8	-54,5	-64,6
Avskrivningar	-12,7	-12,8	13,2	16,1	19,3	22,9	27,0	31,5
Anläggningskostnader	0,0	0,0	-153,5	-307,0	-537,3	-921,0	-921,0	-921,0
Rörelseresultat	-44,4	-49,8	-149,5	-203,7	-171,3	-251,1	181,7	662,2
Rörelsemarginal	-3743%	-2629%	-278%	-95%	-24%	-25%	11%	28%
Räntenetto	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-2,7	-6,4	-16,4	-16,4
Vinst efter finansnetto	-44,8	-50,0	-149,7	-203,9	-174,0	-257,5	165,2	645,8
Skatter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-36,3	-142,1
Resultat efter skatter	-44,8	-50,0	-149,7	-203,9	-174,0	-257,5	128,9	503,7
Resultatandel	0%	0%	15%	15%	20%	20%	20%	30%
Nettovinst	-44,8	-50,0	-22,5	-30,6	-34,8	-51,5	25,8	151,1

Balansräkning (Mkr)	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Tillgångar								
Kassa och bank	58,7	39,6	10,0	31,8	26,5	163,9	98,1	348,4
Kortfristiga fordringar	3,4	3,2	7,4	29,5	95,9	140,2	228,8	324,7
Lager	0,7	1,8	4,4	17,7	57,6	84,1	137,3	194,8
Anläggningsstillgångar	114,1	112,1	134,1	161,0	191,2	225,0	262,8	305,2
Totalt tillgångar	176,8	156,6	155,9	240,1	371,2	613,2	727,0	1 173,1
Skulder								
Leverantörsskulder	7,1	3,9	3,9	103,9	203,9	403,9	403,9	603,9
Skulder	10,5	11,1	14,8	29,5	95,9	140,2	228,8	324,7
Totala skulder	17,7	15,0	18,7	133,5	299,9	544,2	632,7	928,7
Eget kapital								
Bundet eget kapital	18,6	23,2	43,2	43,2	43,2	93,2	93,2	93,2
Fritt eget kapital	140,5	118,4	93,9	63,4	28,1	-24,2	1,0	151,2
Totalt eget kapital	159,1	141,6	137,2	106,6	71,3	69,1	94,2	244,5
Skulder o eget kapital	176,8	156,6	155,9	240,1	371,2	613,2	727,0	1 173,1

Disclaimer

Mangold Fondkommission AB ("Mangold" eller "Mangold Insight") erbjuder finansiella lösningar till företag och personer med potential, som levereras på ett personligt sätt med hög servicenivå och tillgänglighet. Bolaget bedriver i dagsläget verksamhet inom två segment; i) Investment Banking och ii) Private Banking. Mangold står under Finansinspektionens tillsyn och bedriver värdepappersrörelse enligt lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden. Mangold är medlem på NASDAQ Stockholm, Spotlight Stock Market och Nordic Growth Market samt derivatmedlem på NASDAQ Stockholm.

Denna publikation har sammanställts av Mangold Insight i informationssyfte och ska inte ses som rådgivning. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan således inte garanteras. Mangold Insight lämnar inte i förväg ut slutsatser och/eller omdömen i publikationen. Åsikter som lämnats i publikationen är analytikerns åsikter vid tillfället för upprättandet av publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer vara i enlighet med åsikter framförda i publikationen.

Mangold fransäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden. Mangold fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av publikationen.

Denna publikation får inte mångfaldigas för annat än personligt bruk. Dokumentet får inte spridas till fysiska eller juridiska personer som är medborgare eller har hemvist i ett land där sådan spridning är otillåten enligt tillämplig lag eller annan bestämmelse. För att sprida hela eller delar av denna publikation krävs Mangolds skriftliga medgivande.

Mangold kan genomföra publikationer på uppdrag av, och mot en ersättning från, det bolag som belyses i analysen alternativt ett emissionsinstitut i samband med M&A, nyemission eller en notering.

För utförandet av denna publikation kan läsaren utgå från att Mangold erhåller ersättning av bolaget. Det kan även föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan bolaget och någon annan avdelning hos Mangold. Vid fullgörandet av sådana uppdrag kan Mangold i eget namn behöva utföra transaktioner med bolagets aktie eller relaterade instrument, till exempel om Mangold har uppdrag som likviditetsgarant. Mangold har riktlinjer för hantering av intressekonflikter och restriktioner för när handel får ske i finansiella instrument.

Mangold analyserade Scandinavian Enviro Systems senast 2020-09-29.

Mangolds analytiker äger inte aktier i Scandinavian Enviro Systems.

Mangold äger aktier i Scandinavian Enviro Systems.

Mangold utför tjänster för Bolaget och erhåller ersättning från Bolaget baserat på detta.

Mangold står under Finansinspektionens tillsyn.