

# Scandinavian Enviro Systems

Mangold Insight - Uppdragsanalys - Uppdatering 2021-06-04

**MANGOLD**

## Full rulle för återvunna däck

Enviro ökade sin omsättning under det första kvartalet 2021 jämfört med 2020. Försäljningen uppgick till cirka 4,6 miljoner kronor. En stor del av beloppet avser ersättning från Michelin och är i linje med Enviros kommunicerade plan. Utöver samarbetet med Michelin har Enviro fem aktiva projekt i sin pipeline och arbetar kontinuerligt med att söka nya samarbetspartners. Bland annat ser bolaget kundpotential i återvinningsindustrin. Mangold ser positivt på den globala exponering som Enviro ehåller genom Michelin-samarbetet.

## Hållbar kassa

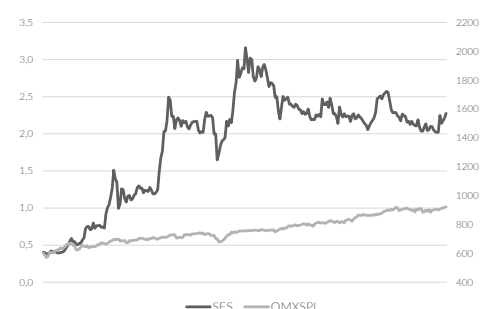
Enviro genererar intäkter genom produktion och royalty från anläggningar som i sin tur är kapitalintensiva. I ett steg att kunna förverkliga sin expansionsplan, där målet är att ha 30 anläggningar i bruk innan 2030, har bolaget genom en riktad emission tillförts cirka 21 miljoner kronor. Mangold räknar med att kapitalet täcker bolagets kortsiktiga finansiella behov.

## Upprepad rikt Kurs

Mangold använder sig av en DCF-modell för att värdera Enviro som ger en rikt Kurs om 5,00 kronor per aktie, en uppsida om drygt 120 procent. Bolaget har under den första halvan av 2021 visat att efterfrågan för återvunnen kimirök är hög. Dessutom har Michelin genom en motorcykeltävling bevisat att nyttjandet av däck som har tagits fram genom Enviros kimirök medför hög prestanda. Förutsättningarna för att rikt Kursen ska nås är att Enviros expansionsplan löper friktionsfritt och att nya samarbetsavtal sluts.

## Information

Rek/Rikt Kurs (kr)	Köp 5,00
Risk	Hög
Kurs (kr)	2,3
Börsvärde (Mkr)	1 284
Antal aktier (M)	581
Free float	71%
Ticker	SES
Nästa rapport	2021-09-02
Hemsida	<a href="http://envirosystems.se">envirosystems.se</a>
Analytiker	Emil Ohlsson



## Kursutveckling %

	1m	3m	12m
Enviro	7,2	2,2	418,8
OMXSPI	2,9	11,3	44,2

## Nyckeltal

	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
Intäkter (Mkr)	2	54	216	700	1024
EBIT (Mkr)	-50	-150	-204	-101	-251
Vinst före skatt (Mkr)	-50	-150	-204	-106	-261
EPS, justerad (kr)	-0,08	-0,04	-0,05	-0,04	-0,09
EV/Sales	629,4	22,1	5,5	1,7	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%

# Enviro - Investment case

## Miljö och lönsamhet hand i hand

Mangold ser potential i Scandinavian Enviro Systems (Enviro) och väljer att upprepa riktkursen om 5,00 kronor på 12 månaders sikt. Bolaget genomgår en expansionsfas och ligger i linje med tidigare prognoser.

*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 prioriterar däckåtervinning. 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. Enviro's teknik möjliggör en utsläppsminskning av koldioxid om mellan 79 och 84 procent jämfört med jungfrulig kimirök, och just återvinning av uttjänta däck är en av de viktigaste åtgärderna för att minska utsläppen relaterade till förbrukade däck.

*Miljökraven och intresset för hållbarhet ökar i däckindustrin*

## Hög lönsamhet i återvinning

Enviro konstruerar anläggningar som kan byggas självständigt 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. Enviro kommer med sin teknik kunna uppnå en bruttomarginal om mellan 60 och 70 procent. Genom att däcktillverkare och kimiröksföretag kan erbjuda finansiering kan de tillsammans med Enviro vara med och tjäna pengar på återvinning vid sidan om sina ordinarie affärer.

*Däcktillverkarna kan vara med och investera i lönsam återvinning*

## Tillväxtmarknad med få aktörer

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

*Enviro 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 Enviro och de två bolagen har slutit ett strategiskt partnerskapsavtal. Michelins intresse för Enviro bekräftar behovet för bolagets teknik och dess kommersiella potential och ger Enviro möjligheten att få ett globalt genomslag. Partnerskapet är dessutom värdefullt ur ett marknadsföringsperspektiv.

*Avtal med Michelin i hamn*

# Enviro - Uppdatering

## Full rulle för återvunna däck

Enviro bevisade i det första kvartalet dess förmåga att omsätta sin teknologi till intäkter. Försäljningen uppgick till cirka 4,6 miljoner kronor, en ökning om cirka 560 procent jämfört med samma period 2020. Intäkterna hänförs till ersättning från Michelin avseende ingenjörstjänster. Samtidigt ökade kostnaderna i samband med anläggningarna medan rörelseresultatet uppgick till minus 12 miljoner kronor, vilket är något högre än 2020:s rörelseresultat. Mangold räknar med att omsättningen uppgår till cirka 50 miljoner kronor 2021.

*Stark verksamhetsutveckling*

## Fler kunder

Enviro har fem projekt i pipeline som bolaget menar kan realiserar under kommande två år. Anläggningen i Chile med Michelin utgör ett av dessa projekt, där produktionskapaciteten är 30 000 ton per år. Enviro genomgår även ett eget studieprojekt där samma volym omfattas. De tre resterande projekten omfattar en anläggning med kapacitet för 90 000 ton däck och två för 30 000 ton däck. Kunderna i fråga är inte offentliggjord information men berör investerings- och industribolag i Storbritannien, Abu Dhabi och Tjeckien. Givet att en fullskalanläggning om 30 000 ton däck omsätter mellan 172 000 och 259 000 kronor per år skulle dessa fyra projekt vid maximalt utfall generera mellan 688 och 1 036 miljoner kronor inom 24 månader. I EBITDA motsvarar det mellan 404 och 752 miljoner kronor. Av denna totalomsättning erhåller Enviro royalty som baseras på produktionsvolym.

*Fem aktiva projekt i pipeline*

I ett längre perspektiv har Enviro kommunicerat att de genomgår en kontinuerlig dialog med fler aktörer än Michelin. Bolaget har kommunicerat att de framförallt vill sluta avtal med olje- och kemibolag, och därmed utveckla det verksamhetsbenet. Mangold ser positivt på Enviros förmåga att bredda sin kundportfölj givet det positiva momentum bolaget befinner sig i genom Michelin-avtalet samt bolagets marknadsposition där konkurrensen fortfarande är nästintill obefintlig. Noteras bör att framfarten kan hämmas av investeringstakten i nya anläggningar och att kapitalbehovet kan bli stort i samband med expansionen.

*Dialog pågår med flera aktörer*

## Michelinsamarbetet bevisar hållbar utveckling

Enviros teknologi är integrerad i Michelins produktion av racingdäck, som i sin tur har nyttjats under MotoE World Cup, en motorcykeltävling för eldrivna motorcyklar. Däcken i fråga påvisade mycket hög hållbarhet och prestanda, med bland annat kortare varvtider och bättre grepp. Däcken består av 33 till 40 procent återvunnet material där Enviros återvunna kimrök utgör en viktig del. Endast under 2021 avser Michelin genom Enviros teknik återvinna 20 ton däck. Mangold ser positivt på Enviros förmåga att kombinera hållbarhet och kvalitet.

*Michelin visar att Enviro däck har hög hållbarhet och prestanda*

# Enviro - Uppdatering forts.

## **Mot nya anläggningar**

SES har lämnat in en ansökan för att erhålla tillstånd att bygga en ny återvinningsanläggning i Uddevalla. Anläggningen har kapacitet för 60 000 ton däck per år, motsvarande hälften av alla uttjänta däck i Sverige. Enligt beräkningar väntas tillståndsansökan påbörjas i höst. Mangold ställer sig positivt till ansökan och Enviros förverkligande av sin expansionsplan. Tidigare har bolaget kommunicerat att de vill starta fyra nya anläggningar per år.

*Expansion pågår*

## **Hållbar kassa**

Enviro har tillförts cirka 21 miljoner kronor genom en riktad emission. Emissionen riktades till finansieringsbolaget Unwrap Finance. En stark kassa är av hög angelägenhet för bolaget, där initieringen av nya anläggningar kräver omfattande investeringar. Med kapitalet avser Enviro stärka rörelsekapitalet och köpa sig tid för att utvärdera sitt långsiktiga kapitalbehov som ska ge stöd till investeringar i nya anläggningar. Till sin hjälp har bolaget anlitat en självständig globalt ledande finansiell rådgivare. Mangolds prognos för bolagets kassa reflekterar förväntan kring Enviros investeringar i linje med den expansionsplan som bolaget har kommunicerat.

*Kapitalinjektion möjliggör tillväxt*

## **Bolagets teknik återigen uppmärksammas**

Enviro har vunnit första pris för sin teknik. Priset, som delas ut av branschorganisationen Recircle Awards, benämns Tyre Pyrolysis Award. Det innebär att Enviro snuvar sina konkurrenter Bolder Industries och Delta Energy på priset. Prisutdelningen baseras på en sammanvägd bedömning av experter inom industrin.

*Enviro har erhållit pris*

# Enviro - Prognoser och värdering

## Lönsamma anläggningar

I våra prognoser förutsätter vi att bolaget når 30 anläggningar innan 2030. Under 2021 väntas 0,25 anläggningar vara i drift. Det är i linje med senaste uppdateringen. Vidare förutsätter Mangold att Enviro kan nyttja sin fördelaktiga marknadsposition och bearbeta den stora efterfrågan som finns för återvunnen kimrök. Enligt våra beräkningar når Enviro lönsamhet 2025 vilket följer av kapitalintensitet under expansionsåren.

Lönsamhet 2025

## ENVIRO - PROGNOSE

(Mkr)	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Nettoomsättning	2	54	216	700	1 024	1 670
Tillväxt		2 745%	300%	225%	46%	63%
EBIT	-50	-150	-204	-101	-251	182
Rm		-278%	-95%	-14%	-25%	11%
VPA (Kr)	-0,08	-0,04	-0,05	-0,04	-0,09	0,04

Källa: Mangold Insight

## Fortsatt uppsida

Mangold värderar Enviro med en DCF-modell och ett avkastningskrav om 15 procent. Det resulterar i en riktkurs per aktie om 5,00 kronor och en uppsida på cirka 120 procent över nuvarande börskurs. Riktkursen är densamma som i senaste analysen.

Riktkurs 5,00 kronor

## ENVIRO - DCF-VÄRDERING

(Mkr)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
EBIT	-150	-204	-101	-251	182	662	1 217	1 656
Fritt kassaflöde	-48	-177	-251	-171	-311	55	421	312
Terminalvärde								7 819
Antaganden	Avkrav	Tillväxt	Skatt					
	15%	3%	22%					

## Motiverat värde

Enterprise value	2 936
Equity value	2 972
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

## Svagheter

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

## Möjligheter

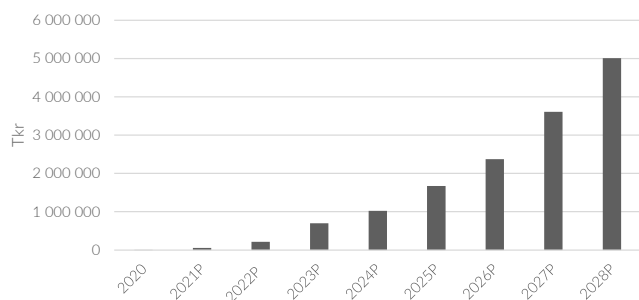
- Integration av hållbarhet i däcktillverkarens affärsmodeller
- "First mover advantage" i att få ett par anläggningar i produktion
- Utveckla återvinningens kvalitet av både kimrök och olja vilket kan ge positiv påverkan på priset
- Uppköp

## Hot

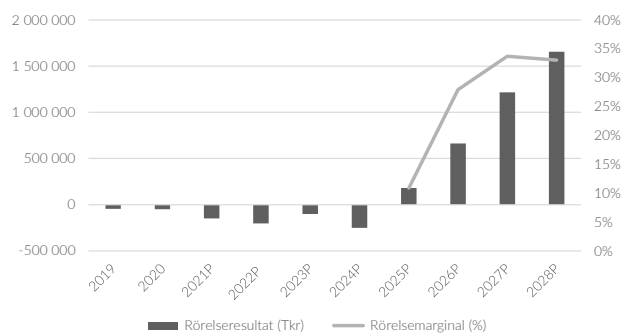
- Större industrikoncerner vill utveckla egen teknik "in house"
- Miljöpolitik orsakar lägre tillväxt eller missgynnansam prisutveckling på framför allt kimrök

# Enviro - Appendix

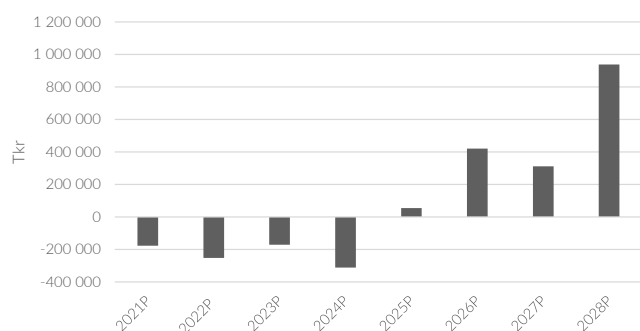
Enviro - Försäljning



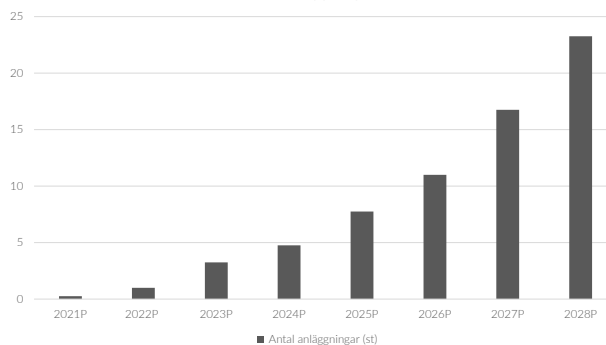
Enviro - Rörelseresultat och marginal



Enviro - Fritt kassaflöde



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
<b>Bruttovinst</b>	<b>0,6</b>	<b>1,5</b>	<b>37,7</b>	<b>150,9</b>	<b>420,2</b>	<b>716,5</b>	<b>1 169,1</b>	<b>1 659,4</b>
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
<b>Rörelseresultat</b>	<b>-44,4</b>	<b>-49,8</b>	<b>-149,5</b>	<b>-203,7</b>	<b>-171,3</b>	<b>-251,1</b>	<b>181,7</b>	<b>662,2</b>
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
<b>Vinst efter finansnetto</b>	<b>-44,8</b>	<b>-50,0</b>	<b>-149,7</b>	<b>-203,9</b>	<b>-174,0</b>	<b>-257,5</b>	<b>165,2</b>	<b>645,8</b>
Skatter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-36,3	-142,1
<b>Resultat efter skatter</b>	<b>-44,8</b>	<b>-50,0</b>	<b>-149,7</b>	<b>-203,9</b>	<b>-174,0</b>	<b>-257,5</b>	<b>128,9</b>	<b>503,7</b>
Resultatandel	0%	0%	15%	15%	20%	20%	20%	30%
<b>Nettovinst</b>	<b>-44,8</b>	<b>-50,0</b>	<b>-22,5</b>	<b>-30,6</b>	<b>-34,8</b>	<b>-51,5</b>	<b>25,8</b>	<b>151,1</b>

Balansräkning (Mkr)	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
<b>Tillgångar</b>								
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
Anläggningstillgångar	114,1	112,1	134,1	161,0	191,2	225,0	262,8	305,2
<b>Totalt tillgångar</b>	<b>176,8</b>	<b>156,6</b>	<b>155,9</b>	<b>240,1</b>	<b>371,2</b>	<b>613,2</b>	<b>727,0</b>	<b>1 173,1</b>
<b>Skulder</b>								
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
<b>Totala skulder</b>	<b>17,7</b>	<b>15,0</b>	<b>18,7</b>	<b>133,5</b>	<b>299,9</b>	<b>544,2</b>	<b>632,7</b>	<b>928,7</b>
<b>Eget kapital</b>								
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
<b>Totalt eget kapital</b>	<b>159,1</b>	<b>141,6</b>	<b>137,2</b>	<b>106,6</b>	<b>71,3</b>	<b>69,1</b>	<b>94,2</b>	<b>244,5</b>
<b>Skulder och eget kapital</b>	<b>176,8</b>	<b>156,6</b>	<b>155,9</b>	<b>240,1</b>	<b>371,2</b>	<b>613,2</b>	<b>727,0</b>	<b>1 173,1</b>



# 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 Enviro 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 frånsäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grundas 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 frånsäger 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 belys Enviro 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 2021-03-12.

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.

Rekommendationsstruktur:

Mangold Insight graderar aktierekommendationer på tolv månaders sikt enligt följande struktur:

Köp – En uppsida i aktien på minst 20 procent

Öka – En uppsida i aktien på 10-20 procent

Neutral – En uppsida och nedsida i aktien på 0 till 10 procent

Minska – En nedsida i aktien på 10-20 procent

Sälj – En nedsida i aktien på minst 20 procent