

9. April 2024
Research-Update

SMC Research

Small and Mid Cap Research



Mehrfacher Gewinner
der renommierten
Refinitiv Analyst Awards

Pyrum Innovations AG

Erste Investitionsentscheidungen bei Partnerprojekten auf der Agenda für 2024

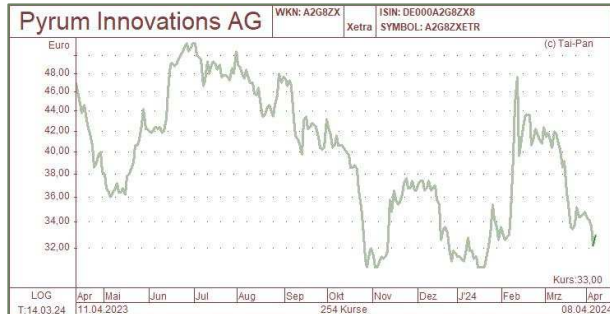
Urteil: Speculative Buy (unverändert) | Kurs: 33,00 € | Kursziel: 59,50 € (zuvor: 62,40 €)

Analyst: Dipl.-Kfm. Holger Steffen
sc-consult GmbH, Alter Steinweg 46, 48143 Münster

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

Telefon: +49 (0) 251-13476-93
Telefax: +49 (0) 251-13476-92
E-Mail: kontakt@sc-consult.com
Internet: www.sc-consult.com

Aktuelle Entwicklung



Stammdaten

| | |
|-------------------------------|--------------------|
| Sitz: | Dillingen / Saar |
| Branche: | Recycling |
| Mitarbeiter: | 73 |
| Rechnungslegung: | HGB |
| Ticker: | PYR:GR |
| ISIN: | DE000A2G8ZX8 |
| Kurs: | 33,00 Euro |
| Marktsegment: | Scale |
| Aktienzahl: | 3,25 Mio. Stück |
| Market Cap: | 107,4 Mio. Euro |
| Enterprise Value: | 125,4 Mio. Euro |
| Free-Float: | ca. 38 % |
| Kurs Hoch/Tief (12 M): | 53,00 / 29,80 Euro |
| Ø Umsatz (12 M Xetra): | 50,4 Tsd. Euro |

Anlagenbau prägt Jahr 2023

Pyrum hat den Umsatz nach vorläufigen Berechnungen im letzten Jahr um 17 Prozent auf 1,15 Mio. Euro gesteigert. Die Erlöse dürften weitgehend aus der Vermarktung der Erzeugnisse aus der ersten Produktionslinie am Stammsitz in Dillingen stammen. Dabei blieb die rCB-Pelletproduktion deutlich unter Plan, da die Weiterverarbeitung zu Pellets noch nicht in dem anvisierten Tempo gelungen ist (siehe unten). Zudem wurden noch keine Erlöse aus Consultingverträgen für Projekte mit Partnern erfasst, da diese erst mit Abschluss des ersten Meilensteins (Einreichung der Genehmigungsunterlagen) verbucht werden. Wir hatten in beiden Bereichen mit höheren Erlösen und infolgedessen mit einem Umsatz von 1,4 Mio. Euro gerechnet. Letztlich stellt das aber nur eine Momentaufnahme im Expansionsprozess dar, der im laufenden Jahr deutlich an Fahrt gewinnen wird, angetrieben vom Hochlaufprozess der neuen Produktionslinien zwei und drei in Dillingen. Deren Bau war im letzten Jahr mit weiteren aktivierten Eigenleistungen in Höhe von 11,8 Mio. Euro (Vorjahr: 17,8 Mio. Euro) verbunden, hier hatten wir ebenfalls mit einem höheren Niveau (rund 14 Mio. Euro) gerechnet. Die Gesamtleistung ist damit in Vergleich zum Vorjahr um 32,2 Prozent auf 12,9 Mio. Euro zurückgegangen,

| GJ-Ende: 31.12. | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e |
|--------------------|--------|-------|--------|--------|-------|--------|
| Umsatz (Mio. Euro) | 1,0 | 1,1 | 3,8 | 19,3 | 37,2 | 63,2 |
| EBIT (Mio. Euro) | -7,6 | -9,2 | -11,5 | -0,8 | 10,8 | 31,3 |
| Jahresüberschuss | -7,8 | -9,6 | -12,2 | -3,3 | 6,7 | 25,6 |
| EpS | -2,40 | -2,96 | -3,13 | -0,84 | 1,73 | 6,55 |
| Dividende je Aktie | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Umsatzwachstum | 6,5% | 16,8% | 235,7% | 400,9% | 93,1% | 69,7% |
| Gewinnwachstum | - | - | - | - | - | 279,7% |
| KUV | 109,35 | 93,64 | 27,90 | 5,57 | 2,88 | 1,70 |
| KGV | - | - | - | - | 15,9 | 4,2 |
| KCF | - | - | - | 293,0 | 8,8 | 3,3 |
| EV / EBIT | - | - | - | - | 11,6 | 4,0 |
| Dividendenrendite | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |

was den Fortschritt im Fertigstellungsprozess der neuen Produktionslinien widerspiegelt.

Noch hoher Verlust

Den aktivierten Eigenleistungen stehen hohe Materialaufwände gegenüber, die sich aber 2023 um 34,5 Prozent auf 11,6 Mio. Euro reduziert haben und damit fast synchron zur Gesamtleistung gesunken sind. Demgegenüber gab es wegen des Ausbaus der Organisation einen Anstieg des Personalaufwands (+27 Prozent auf 5,3 Mio. Euro) und der sonstigen betrieblichen Aufwendungen (+4 Prozent auf 3,7 Mio. Euro), was bei geringeren sonstigen betrieblichen Erträgen (-56 Prozent auf 0,6 Mio. Euro wegen geringerer Forschungszuschüsse) zu einem EBITDA von -7,1 Mio. Euro (Vorjahr: -5,1 Mio. Euro) geführt hat. Bei geringeren Abschreibungen (-18 Prozent auf 2,1 Mio. Euro wegen Abschreibungsende für den ersten Bauabschnitt der ersten Produktionslinie) und einem verschlechterten Finanzergebnis (von -0,2 auf -0,5 Mio. Euro) wegen der ausgeweiteten Fremdfinanzierung resultierte daraus unter Abwesenheit größerer Steuereffekte ein Nettoergebnis von -9,6 Mio. Euro.

| Geschäftszahlen | 2022 | 2023* | Änderung |
|-----------------|-------|-------|----------|
| Umsatz | 0,98 | 1,15 | +16,8% |
| Gesamtleistung | 19,07 | 12,93 | -32,2% |
| EBITDA | -5,06 | -7,11 | - |
| EBIT | -7,62 | -9,20 | - |
| Nettoergebnis | -7,81 | -9,61 | - |

In Mio. Euro bzw. Prozent; *vorläufig; Quelle Unternehmen

EK-Quote sinkt auf 43,8 Prozent

Dementsprechend ist auch der Cashflow noch deutlich negativ, das Defizit im operativen Geschäft betrug -6,6 Mio. Euro (Vorjahr: -6,9 Mio. Euro) und aus Investitionsaktivitäten -11,7 Mio. Euro (Vorjahr: -20,8 Mio. Euro). Das wurde durch neue Finanzierungsmaßnahmen, die zu einem Finanzierungs-Cashflow von 10,1 Mio. Euro geführt haben, teilweise gegenfinanziert, wobei hier insbesondere die Darlehen von BASF für die Zuflüsse verantwortlich waren. Per Saldo ist die Liquidität trotzdem von 12,5 auf 4,3 Mio. Euro zurückgegangen. Das höhere Fremdkapi-

talvolumen (von 18,0 auf 28,6 Mio. Euro) und das wegen des Periodenverlusts gesunkene Eigenkapital (von 31,9 auf 22,3 Mio. Euro) haben zu einem Rückgang der EK-Quote von 64,0 auf 43,8 Prozent geführt, was aber immer noch ein komfortables Niveau darstellt.

Die nächsten Expansionsschritte

Nach dem Bau der neuen Produktionslinien am Stammsitz arbeitet das Unternehmen bereits an dem nächsten eigenen Werk, das bis Ende 2025 in Perl-Besch im Saarland errichtet werden soll. Im ersten Quartal konnten bereits wichtige Anlagenkomponenten bestellt werden, wobei die dafür notwendigen Mittel aus einer im letzten November abgeschlossenen neuen Finanzierungsvereinbarung mit BASF in Höhe von 25 Mio. Euro stammen, von der bereits zwei Tranchen in Höhe von 6 und 8 Mio. Euro abgerufen wurden. BASF wird das Gesamtvolumen noch einmal verdoppeln, wenn es Pyrum selbst gelingt, Finanzmittel in Höhe von 50 Mio. Euro einzuwerben. Diese können beispielsweise aus der Platzierung von Aktien oder Anleihen stammen, aber auch von Partnern, die neue Anlagen finanzieren. Das Unternehmen hat inzwischen eine breite Pipeline von Partnerprojekten aufgebaut und mit den vorläufigen Zahlen ein Update zu deren Stand gegeben. Inzwischen wurden drei Consultingverträge (für Anlagen in Tschechien, Griechenland und Schweden) unterzeichnet, in deren Rahmen Pyrum in der Regel notwendige Arbeiten für die Genehmigung und den Bauantrag leistet. Noch wurde bei keinem dieser Projekte die finale Investitionsentscheidung getroffen, aber zumindest in Tschechien soll sie bis Ende 2024 erfolgen (um den Bau bei einer positiven Entscheidung bis 2026 umzusetzen). Auch für eine weitere Anlage, die mit Remondis in Deutschland geplant ist, soll noch 2024 die Investitionsentscheidung fallen. Weiter vorangeschritten ist darüber hinaus die Prüfung des Grundstücks in Thüringen für das erste Projekt mit Unitank (das MoU mit dem Unternehmen sieht zehn Werke bis 2030 vor). Ziel von Pyrum ist es, bis Ende 2026 den Bau von sechs neuen Anlagen zu starten.

Aktuelle Schwerpunkte

Der Fokus von Pyrum liegt damit derzeit auf der Begleitung der Genehmigungsprozesse, dem Hochlauf der neuen Produktionslinien und der Ausarbeitung der weiteren Finanzierungsstruktur. Ein wichtiges operatives Projekt ist darüber hinaus die Erhöhung des Outputs der rCB-Pelletieranlage. Trotz der bereits erzielten Verbesserung und des inzwischen stabilen Produktionsprozesses, mit dem eine hohe Qualität, welche die hohen Anforderungen von Kunden wie Continental erfüllt, sichergestellt werden kann, liegt das Pelletvolumen erst bei 350 kg pro Stunde statt der anvisierten 500 kg pro Stunde. Pyrum hat mit dem Hersteller umfangreiche Tests durchgeführt, damit sichergestellt ist, dass die neuen Pelletieranlagen, die für die Produktionslinien zwei und drei installiert werden, den Ziel-Durchsatz erreichen. Inzwischen wurden die Maschinen bestellt, die Montage wird voraussichtlich Ende 2024 starten.

Anpassung der Schätzungen

Da der Verkauf von rCB-Pellets die wichtigste Erlössäule darstellt, haben wir unter Berücksichtigung dieses Zeitplans unsere Umsatzschätzung für das Werk in Dillingen (alle drei Produktionslinien) noch mal etwas reduziert, auf 3,3 Mio. Euro in 2024 und 8,9 Mio. Euro in 2025. Ab 2026 wird in unserem Modell der Zielumsatz (rund 10 Mio. Euro) erreicht. Zu Anpassungen haben auch die dargestellten Fortschritte und Zeitpläne der Partnerprojekte geführt. Wir rechnen jetzt mit der Bestellung von Anlagenkomponenten für zwei SPVs in 2025 (bislang: drei), drei in 2026 (bislang: vier) und vier in 2027 (bislang:

drei). Im Zuge dessen haben wir die Beteiligungserträge aus SPVs ebenfalls zeitlich nach hinten verschoben. Das aktualisierte Umsatzmodell findet sich unten auf dieser Seite. Infolgedessen rechnen wir jetzt für 2024 mit einem Umsatz von 3,8 und einem EBIT von -11,5 Mio. Euro. Im nächsten Jahr sollte der kräftige Anstieg der Erlöse auf 19,3 Mio. Euro den Breakeven beim EBITDA (6,1 Mio. Euro) ermöglichen, während das EBIT wegen höherer Abschreibungen nach unserer aktualisierten Einschätzung mit -0,9 Mio. Euro noch knapp im negativen Bereich verbleibt. Für 2026 erwarten wir dann bei einem Umsatz von 37,2 Mio. Euro sowohl ein positives EBIT (10,8 Mio. Euro) als auch ein positives Nettoergebnis (6,7 Mio. Euro). Die Tabelle auf der folgenden Seite zeigt die Entwicklung der wichtigsten Cashflow-Kennzahlen im Detailprognosezeitraum bis 2031, die sich aus unserem Modell ergibt. Weitere Details enthält der Anhang.

Finanzierungsmodell geändert

Durch die Modellanpassungen zeichnet sich ein höherer Kapitalbedarf ab, den Pyrum nach unserer Einschätzung zu einem großen Teil mit Fremdkapital (u.a. von BASF) decken wird. Wir haben aber nun vorsichtshalber auch die Ausgabe von Aktien einkalkuliert, da das wegen der Bilanzrelationen geboten scheint. Als hypothetische Verwässerung sehen wir zwei 10-Prozent-Emissionen in 2024 und 2025 vor und rechnen infolgedessen jetzt mit einer Stückzahl von 3,9 Mio.

| Erlösmodell (Mio. Euro) | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 | 2031 |
|---|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Umsatz Anlage Dillingen | 3,3 | 8,9 | 10,0 | 10,0 | 10,0 | 10,0 | 10,0 | 10,0 |
| <i>Weitere eigene Anlagen (Anzahl gesamt)</i> | | | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 |
| Umsatz weitere Anlagen | | | 5,6 | 17,1 | 29,5 | 42,7 | 55,8 | 67,0 |
| <i>SPVs (Anzahl gesamt)</i> | 3 | 5 | 8 | 11 | 12 | 13 | 14 | 15 |
| Umsatz Anlagenverkauf/Consulting | 0,5 | 10,4 | 20,7 | 27,6 | 27,6 | 6,9 | 6,9 | 6,9 |
| Sonst. Umsatz SPVs (u.a. Wartung) | | | 0,9 | 1,5 | 2,4 | 3,3 | 3,6 | 3,9 |
| <i>Anlagen ohne SPV (Anzahl gesamt)</i> | | | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 |
| Umsatz Anlagen ohne SPV | | | | 6,9 | 6,9 | 6,9 | 6,9 | 6,9 |
| Gesamtumsatz | 3,8 | 19,3 | 37,2 | 63,2 | 76,4 | 69,9 | 83,3 | 94,7 |
| <i>Schätzungen SMC-Research</i> | | | | | | | | |

| Mio. Euro | 12 2024 | 12 2025 | 12 2026 | 12 2027 | 12 2028 | 12 2029 | 12 2030 | 12 2031 |
|-----------------------------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Umsatzerlöse | 3,8 | 19,3 | 37,2 | 63,2 | 76,4 | 69,9 | 83,3 | 94,7 |
| Umsatzwachstum | | 400,9% | 93,1% | 69,7% | 21,0% | -8,6% | 19,2% | 13,8% |
| EBIT-Marge | -297,9% | -4,4% | 29,1% | 49,6% | 51,8% | 40,0% | 44,4% | 46,9% |
| EBIT | -11,5 | -0,8 | 10,8 | 31,3 | 39,6 | 28,0 | 37,0 | 44,5 |
| Steuersatz | 0,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 10,0% | 33,0% | 33,0% | 33,0% |
| Adaptierte Steuerzahlungen | 0,0 | 0,0 | 0,5 | 1,6 | 4,0 | 9,2 | 12,2 | 14,7 |
| NOPAT | -11,5 | -0,8 | 10,3 | 29,8 | 35,6 | 18,7 | 24,8 | 29,8 |
| + Abschreibungen & Amortisation | 3,5 | 6,9 | 10,0 | 12,5 | 15,6 | 18,7 | 21,8 | 24,9 |
| + Zunahme langfr. Rückstellungen | 0,2 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,4 | 0,5 | 0,5 | 0,6 |
| + Sonstiges | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Operativer Brutto Cashflow | -7,8 | 6,4 | 20,6 | 42,6 | 51,6 | 37,9 | 47,1 | 55,3 |
| - Zunahme Net Working Capital | -0,3 | -1,2 | -1,1 | -1,9 | -1,5 | -1,4 | -1,7 | -1,9 |
| - Investitionen AV | -27,6 | -37,0 | -40,0 | -40,0 | -34,0 | -34,0 | -34,0 | -34,0 |
| Free Cashflow | -35,7 | -31,8 | -20,5 | 0,7 | 16,1 | 2,5 | 11,4 | 19,4 |

SMC Schätzmodell

Rahmenparameter aktualisiert

Anschließend rechnen wir zur Ermittlung des Terminal Value nach wie vor mit einem fünfzehnprozentigen Abschlag auf die Zielmarge des Jahres 2031 und mit einem „ewigen“ Cashflow-Wachstum von 1 Prozent p.a. Angepasst haben wir den Diskontierungszinssatz (WACC), da sich mit der Modellaktualisierung abzeichnet, dass die bislang unterstellte EK-Zielquote (55,0 Prozent) zu hoch gegriffen ist, weswegen wir sie auf 45,0 Prozent abgesenkt haben. Die Eigenkapitalkosten nach CAPM betragen weiterhin 10,0 Prozent (mit: sicherem Zins 2,5 Prozent, Marktrisiko-prämie 5,8 Prozent und Betafaktor 1,3), woraus sich bei einem unveränderten FK-Zins von 5,5 Prozent und einen Steuersatz für das Tax-Shield von 33 Prozent ein neuer WACC-Satz von 6,5 Prozent ergibt (bislang 7,2 Prozent).

Kursziel jetzt 59,50 Euro

Der von uns ermittelte faire Wert beträgt nun 232,2 Mio. Euro oder 59,48 Euro je Aktie, woraus wir ein neues Kursziel in Höhe von 59,50 Euro ableiten (eine Sensitivitätsanalyse zur Kurszielermittlung findet sich im Anhang). Die Verschiebungen bei unseren Erlöschätzungen und die einkalkulierte Verwässerung haben das Kursziel gedämpft, wobei der Effekt durch den Roll-over des Modells auf das neue Basisjahr 2024 gedämpft wurde. Trotzdem zeigt unser Modell nach wie vor ein hohes Aufwärtspotenzial für den Kurs. Das Prognoserisiko unserer Schätzungen stufen wir auf einer Skala von 1 (sehr niedrig) bis 6 (sehr hoch) mit fünf Punkten weiterhin als deutlich überdurchschnittlich ein, da die Datenlage zum Betrieb der Industrieanlage im finalen Design noch gering ist und zudem die Vermarktung der Anlage an Dritte noch am Anfang steht.

Fazit

Nach einer moderaten Umsatzsteigerung im letzten Jahr (+17 Prozent auf 1,15 Mio. Euro) werden die Erlöse von Pyrum in 2024 deutlich stärker steigen, da die Produktionslinien zwei und drei gerade hochgefahren werden und zudem die Herstellung von rCB-Pellets deutlich zulegen sollte. Trotzdem rechnen wir auch für dieses Jahr mit einem hohen Verlust.

Das wird sich 2025 ändern, wenn das Unternehmen erste Anlagenkomponenten an Partnerprojekte liefern kann. Im laufenden Jahr soll bei zumindest zwei dieser Projekte die finale Investitionsentscheidung fallen, was den Weg für diese Lieferungen ebnen könnte. Wir rechnen daher für 2025 mit einem deutlich positiven EBITDA – und für 2026 bei weiter steigenden Erlösen auch mit einem positiven Nettoergebnis.

Zwar mussten wir den unterstellten Zeitplan unseres Modells erneut etwas korrigieren und Einnahmen nach hinten verschieben, insgesamt verzeichnet Pyrum aber wichtige Fortschritte in allen zentralen Bereichen.

Unser Modell zeigt nach den aktuellen Anpassungen, mit denen wir auch eine hypothetische Verwässerung einkalkuliert sowie den Roll-over auf das neue Basisjahr 2024 vollzogen haben, einen neuen fairen Wert von 59,50 Euro (bislang: 62,40 Euro) an. Die Aktie bietet damit ein erhebliches Aufwärtspotenzial, daher lautet unser Urteil weiterhin „Speculative Buy“.

Anhang I: SWOT-Analyse

Stärken

- Patentgeschützte, innovative Lösung für das Altreifenrecycling und die Produktion von hochwertigen Rohstoffen (Pyrolyseöl, recovered Carbon Black).
- Seit 2020 läuft die Anlage im Regelbetrieb; aktuell werden die Kapazitäten verdreifacht.
- Starker Fokus auf F&E mit Beteiligung an zahlreichen wichtigen Forschungsprojekten.
- Starke Partner: BASF und Continental sind Aktionäre und enge Kooperationspartner. Der Chemiekonzern unterstützt die Expansion auch finanziell.
- Die Gründer führen das Unternehmen.
- Mit einer EK-Quote von 43,8 Prozent (31.12.) ist die Bilanzstruktur weiterhin solide.

Chancen

- Der starke Ausbau der eigenen Anlage in Dillingen wird für steigende Umsätze mit hohen Deckungsbeiträgen sorgen. Zusammen mit Partnern sind zudem zahlreiche weitere Werke geplant, die Projektpipeline wird kontinuierlich ausgebaut.
- Der Verkauf von Anlagen an Dritte sorgt für eine Hebelung der Einnahmen.
- Aufgrund des hohen Bedarfs für ein effizientes Altreifenrecycling könnte die Nachfrage nach ersten erfolgreichen Projekten stark zunehmen.
- Das Marktumfeld im Bereich der Rohstoffe ist aktuell komfortabel. Insbesondere die Nachfrage nach Industrieruß ist hoch, da bislang 50 Prozent des Volumens aus Russland stammen.
- Die Politik forciert den Aufbau einer Kreislaufwirtschaft in der Reifenindustrie. Mit einem Verbot der Nutzung von Altreifengranulat für diverse Einsatzzwecke erhöht die EU den Druck für das Recycling. In einigen Ländern ist auch die thermische Verwertung schon untersagt.

Schwächen

- Relativ kurzer Zeitraum des Betriebs der Anlage im finalen Design.
- Die Erlöse waren bislang noch gering und lagen 2023 unter Plan, da der Durchsatz der Pelletiermaschine noch zu gering ist. Im Moment wirtschaftet das Unternehmen noch deutlich defizitär.
- Der Aufbau der eigenen zweiten und dritten Produktionslinie hat sich etwas und Projekte mit Dritten haben sich deutlich verzögert. Noch wurde kein Bau einer Anlage für Dritte gestartet.
- Größere verbindliche Finanzierungszusagen von Projektpartnern stehen noch aus.
- Kleines Team, abhängig von Schlüsselpersonen.

Risiken

- Der Kapitalbedarf der weiteren Expansion wird jetzt stark mit Fremdkapital gedeckt, damit steigt die Verschuldung.
- Wegen Preissteigerungen bei Anlagenkomponenten hat sich die nötige Investitionssumme deutlich erhöht (die potenziellen Erlöse sind aber auch gestiegen).
- Die Bankfinanzierung neuer Anlagen ist aufgrund der noch begrenzten Datenbasis eine anspruchsvolle Aufgabe und wird aufgrund der Zinsentwicklung auch teurer.
- Ein deutlicher Rückgang der Rohstoffpreise, etwa im Fall einer Rezession, könnte die Einnahmen schmälern (mit BASF wurde allerdings ein Mindestpreis für Pyrolyseöl vereinbart).
- Mit Fortschritten im Recycling könnte der Rohstoff „Alt Reifen“ eine knappe Ressource werden.
- Alternative Recycling-Technologien könnten sich als effizienter erweisen.

Anhang II: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

| Mio. Euro | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e | 2029e | 2030e | 2031e |
|---------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| AKTIVA | | | | | | | | | |
| I. AV Summe | 44,5 | 68,6 | 98,8 | 128,8 | 156,3 | 174,7 | 190,0 | 202,3 | 211,4 |
| 1. Immat. VG | 6,0 | 5,3 | 4,6 | 3,9 | 3,2 | 2,5 | 1,8 | 1,1 | 0,4 |
| 2. Sachanlagen | 38,4 | 54,3 | 79,1 | 100,8 | 120,0 | 136,1 | 149,1 | 159,1 | 165,9 |
| II. UV Summe | 6,3 | 14,9 | 22,7 | 14,6 | 23,9 | 41,7 | 46,2 | 52,1 | 63,3 |
| PASSIVA | | | | | | | | | |
| I. Eigenkapital | 22,3 | 21,4 | 29,5 | 36,3 | 61,8 | 93,2 | 108,8 | 122,6 | 138,4 |
| II. Rückstellungen | 3,3 | 3,5 | 3,8 | 4,1 | 4,5 | 4,9 | 5,3 | 5,9 | 6,5 |
| III. Fremdkapital | | | | | | | | | |
| 1. Langfristiges FK | 20,0 | 53,0 | 80,7 | 93,6 | 102,5 | 105,5 | 108,4 | 111,4 | 114,4 |
| 2. Kurzfristiges FK | 5,2 | 5,6 | 7,4 | 9,4 | 11,4 | 12,9 | 13,7 | 14,5 | 15,5 |
| BILANZSUMME | 50,8 | 83,6 | 121,5 | 143,4 | 180,2 | 216,5 | 236,3 | 254,4 | 274,7 |

GUV-Prognose

| Mio. Euro | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e | 2029e | 2030e | 2031e |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Umsatzerlöse | 1,1 | 3,8 | 19,3 | 37,2 | 63,2 | 76,4 | 69,9 | 83,3 | 94,7 |
| Gesamtleistung | 12,9 | 18,7 | 28,6 | 62,0 | 88,0 | 101,2 | 94,7 | 108,1 | 119,5 |
| Rohertrag | 1,4 | 2,0 | 17,7 | 34,0 | 58,4 | 70,0 | 61,9 | 73,7 | 83,5 |
| EBITDA | -7,1 | -8,0 | 6,0 | 20,8 | 43,8 | 54,2 | 44,9 | 55,5 | 64,4 |
| EBIT | -9,2 | -11,5 | -0,8 | 10,8 | 31,3 | 39,6 | 28,0 | 37,0 | 44,5 |
| EBT | -9,6 | -12,2 | -3,2 | 7,1 | 27,0 | 34,9 | 23,5 | 32,4 | 39,8 |
| JÜ (vor Ant. Dritter) | -9,6 | -12,2 | -3,3 | 6,7 | 25,6 | 31,3 | 15,7 | 21,6 | 26,6 |
| JÜ | -9,6 | -12,2 | -3,3 | 6,7 | 25,6 | 31,3 | 15,7 | 21,6 | 26,6 |
| EPS | -2,96 | -3,13 | -0,84 | 1,73 | 6,55 | 8,03 | 4,01 | 5,54 | 6,80 |

Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

| Mio. Euro | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e | 2029e | 2030e | 2031e |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| CF operativ | -6,6 | -9,5 | 0,4 | 12,1 | 32,1 | 40,9 | 28,4 | 37,1 | 44,8 |
| CF aus Investition | -11,7 | -27,6 | -37,0 | -40,0 | -40,0 | -34,0 | -34,0 | -34,0 | -34,0 |
| CF Finanzierung | 10,1 | 45,1 | 41,8 | 16,8 | 13,4 | 7,9 | 8,0 | 0,3 | -2,5 |
| Liquidität Jahresanfa. | 12,5 | 4,3 | 12,2 | 17,3 | 6,3 | 11,8 | 26,5 | 28,9 | 32,4 |
| Liquidität Jahresende | 4,3 | 12,2 | 17,3 | 6,3 | 11,8 | 26,5 | 28,9 | 32,4 | 40,7 |

Kennzahlen

| Prozent | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e | 2029e | 2030e | 2031e |
|----------------------|---------|---------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Umsatzwachstum | 16,8% | 235,7% | 400,9% | 93,1% | 69,7% | 21,0% | -8,6% | 19,2% | 13,8% |
| EBITDA-Marge | -616,2% | -208,3% | 31,4% | 55,9% | 69,4% | 70,9% | 64,2% | 66,7% | 68,0% |
| EBIT-Marge | -798,1% | -297,9% | -4,4% | 29,1% | 49,6% | 51,8% | 40,0% | 44,4% | 46,9% |
| EBT-Marge | -834,7% | -316,8% | -16,7% | 19,2% | 42,7% | 45,6% | 33,6% | 38,9% | 42,0% |
| Netto-Marge (n.A.D.) | -838,1% | -317,8% | -16,9% | 18,1% | 40,5% | 41,0% | 22,4% | 26,0% | 28,0% |

Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

| WACC | Ewiges Cashflow-Wachstum | | | | |
|------|--------------------------|-------|-------|-------|-------|
| | 2,0% | 1,5% | 1,0% | 0,5% | 0,0% |
| 5,5% | 101,34 | 86,52 | 74,95 | 65,68 | 58,09 |
| 6,0% | 82,58 | 71,44 | 62,51 | 55,19 | 49,08 |
| 6,5% | 68,08 | 59,47 | 59,48 | 46,52 | 41,53 |
| 7,0% | 56,55 | 49,75 | 44,07 | 39,26 | 35,14 |
| 7,5% | 47,20 | 41,73 | 37,09 | 33,11 | 29,66 |

Impressum & Disclaimer

Impressum

Herausgeber

sc-consult GmbH

Alter Steinweg 46

48143 Münster

Internet: www.sc-consult.com

Telefon: +49 (0) 251-13476-94

Telefax: +49 (0) 251-13476-92

E-Mail: kontakt@sc-consult.com

Verantwortlicher Analyst

Dipl.-Kfm. Holger Steffen

Charts

Die Charts wurden mittels Tai-Pan (www.lp-software.de) erstellt.

Disclaimer

Rechtliche Angaben (§85 WpHG, MAR und Delegierte Verordnung (EU) 2016/958 der Kommission zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 596/2014)

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der Finanzanalyse ist die sc-consult GmbH mit Sitz in Münster, die derzeit von den beiden Geschäftsführern Dr. Adam Jakubowski und Dipl.-Kfm. Holger Steffen vertreten wird. Die sc-consult GmbH untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, D-60439 Frankfurt und Graurheindorfer Strasse 108, D-53117 Bonn.

1) Interessenkonflikte

Im Rahmen der Erstellung der Finanzanalyse können Interessenkonflikte auftreten, die im Folgenden detailliert aufgeführt sind:

- 1) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag des Unternehmens entgeltlich erstellt
- 2) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag von Dritten entgeltlich erstellt
- 3) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung dem Auftraggeber bzw. dem Unternehmen vorgelegt
- 4) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung aufgrund einer Anregung des Auftraggebers bzw. des Unternehmens inhaltlich geändert (wobei die sc-consult GmbH zu einer solchen Änderung nur aufgrund sachlich berechtigter Einwände bereit ist, die die Qualität der Studie betreffen)

- 5) Die sc-consult GmbH unterhält mit dem Unternehmen, das Gegenstand der Finanzanalyse ist, über das Research hinausgehende Auftragsbeziehungen (z.B. Investor-Relations-Dienstleistungen)
- 6) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person halten zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Aktien von dem Unternehmen oder derivative Instrument auf die Aktie
- 7) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettoverkaufsposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde.
- 8) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettokaufposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde
- 9) Der Emittent hält zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Anteile von über 5 % an der sc-consult GmbH
- 10) Die sc-consult GmbH hat die Aktie in ein von ihr betreutes Musterdepot aufgenommen

Im Rahmen der Erstellung dieser Finanzanalyse sind folgende Interessenskonflikte aufgetreten: 1), 3), 4)

Die sc-consult GmbH hat im Rahmen der Compliance-Bestimmungen Strukturen und Prozesse etabliert, die die Identifizierung und die Offenlegung möglicher Interessenkonflikte sicherstellen. Der verantwortliche Compliance-Beauftragte für die Einhaltung der Bestimmung ist derzeit der Geschäftsführer Dipl.-Kfm. Holger Steffen (Email: holger.steffen@sc-consult.com)

II) Erstellung und Aktualisierung

Die vorliegende Finanzanalyse wurde erstellt von: Dipl.-Kfm. Holger Steffen

An der Erstellung der vorliegenden Finanzanalyse hat mitgewirkt: -

Die vorliegende Analyse wurde am 08.04.2024 um 18:45 Uhr fertiggestellt und am 09.04.2024 um 8:15 Uhr veröffentlicht.

Die sc-consult GmbH verwendet bei der Erstellung ihrer Finanzanalysen ein fünfgliedriges Urteilsschema hinsichtlich der Kurserwartung in den nächsten zwölf Monaten. Außerdem wird das jeweilige Prognoserisiko in einer Range von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) quantifiziert. Die Urteile lauten dabei:

| | |
|-----------------|--|
| Strong Buy | Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als unterdurchschnittlich (1 bis 2 Punkte) ein. |
| Buy | Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als durchschnittlich (3 bis 4 Punkte) ein. |
| Speculative Buy | Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als überdurchschnittlich (5 bis 6 Punkte) ein. |
| Hold | Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments stabil bleibt (zwischen -10 und +10 Prozent). Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert. Außerdem ist eine Einstufung als "Hold" vorgesehen, wenn wir ein Kurspotenzial von mehr als 10 Prozent sehen, aber explizit genannte temporäre Faktoren gegen eine kurzfristige Realisierung des Kurspotenzials sprechen. |
| Sell | Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent nachgibt. Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert. |

Die erwartete Kursänderung bezieht sich auf den aktuellen Aktienkurs des analysierten Unternehmens. Bei diesem und allen anderen in der Finanzanalyse angegebenen Aktienkursen handelt es sich um XETRA-Schlusskurse des letzten Handelstages vor der Veröffentlichung. Falls das Wertpapier nicht auf Xetra gehandelt wird, wird der Schlusskurs eines anderen öffentlichen Handelsplatzes herangezogen und dies gesondert vermerkt.

Die im Rahmen der Urteilsfindung veröffentlichten Kursziele für die analysierten Unternehmen werden mit gängigen finanzmathematischen Verfahren berechnet, in erster Linie mit der Methodik der Free-Cashflow-Diskontierung (DCF-Methode), dem Sum-of-Parts-Verfahren sowie der Peer-Group-Analyse. Die Bewertungsverfahren werden von den volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen, insbesondere von der Entwicklung der Marktzinsen, beeinflusst.

Das aus dieser Methodik resultierende Urteil spiegelt die aktuellen Erwartungen wider und kann sich in Abhängigkeit von unternehmensindividuellen oder volkswirtschaftlichen Änderungen jederzeit ändern.

Ausführlicheren Erläuterungen der von SMC-Research verwendeten Modelle finden sich unter:

<http://www.smc-research.com/impressum/modellerlaeuterungen>

Eine Übersicht der Empfehlungen, die von SMC-Research in den letzten 12 Monaten erstellt und verbreitet wurden, findet sich unter: <http://www.smc-research.com/publikationsuebersicht>

In den letzten 24 Monaten hat die sc-consult folgende Finanzanalysen zu dem in dieser Studie analysierten Unternehmen veröffentlicht:

| Datum | Anlageempfehlung | Kursziel | Interessenkonflikte |
|------------|------------------|------------|---------------------|
| 14.03.2024 | Speculative Buy | 62,40 Euro | 1), 3), 4) |
| 07.12.2023 | Speculative Buy | 64,40 Euro | 1), 3) |
| 26.09.2023 | Speculative Buy | 77,00 Euro | 1), 3), 4) |
| 27.06.2023 | Speculative Buy | 77,00 Euro | 1), 3) |
| 06.06.2023 | Speculative Buy | 77,00 Euro | 1), 3) |
| 05.04.2023 | Speculative Buy | 80,00 Euro | 1), 3) |
| 03.02.2023 | Speculative Buy | 80,00 Euro | 1), 3) |
| 05.10.2022 | Speculative Buy | 86,00 Euro | 1), 3) |
| 03.08.2022 | Speculative Buy | 86,00 Euro | 1), 3) |
| 27.06.2022 | Speculative Buy | 88,00 Euro | 1), 3), 4) |

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: Ein Update und drei Comments

Die Veröffentlichungstermine der Finanzanalysen stehen zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht verbindlich fest.

Haftungsausschluss

Herausgeber der Studie ist die sc-consult GmbH. Die Herausgeberin übernimmt keinerlei Gewähr für die Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten in der Analyse. Die vorliegende Studie wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung. Die Analyse dient ferner ausschließlich der unabhängigen und eigenverantwortlichen Information des Lesers und stellt keineswegs eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der besprochenen Wertpapiere dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Herausgeberin für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Herausgeberin jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Es wird keine Haftung für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art übernommen, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.

Copyright

Das Urheberrecht für alle Beiträge und Statistiken liegt bei der sc-consult GmbH, Münster. Alle Rechte vorbehalten. Nachdruck, Aufnahme in Online-Dienste, Internet und Vervielfältigungen auf Datenträgern nur mit vorheriger schriftlicher Genehmigung.