

29. Mai 2024
Research-Update

SMC Research

Small and Mid Cap Research



Mehrfacher Gewinner
der renommierten
Refinitiv Analyst Awards

Pyrum Innovations AG

Ein kräftiger Wachstumsschub rückt immer näher

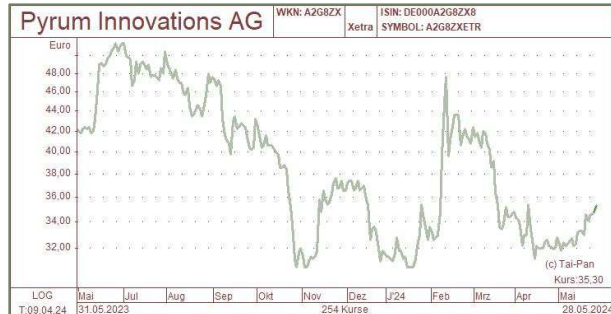
Urteil: Speculative Buy (unverändert) | Kurs: 35,30 € | Kursziel: 59,00 € (zuvor: 59,50 €)

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:	93
Rechnungslegung:	HGB
Ticker:	PYR:GR
ISIN:	DE000A2G8ZX8
Kurs:	35,30 Euro
Marktsegment:	Scale
Aktienzahl:	3,25 Mio. Stück
Market Cap:	114,9 Mio. Euro
Enterprise Value:	133,0 Mio. Euro
Free-Float:	ca. 38 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	53,00 / 29,80 Euro
Ø Umsatz (12 M Xetra):	48,5 Tsd. Euro

Umsatz noch niedrig, Verlust hoch

Pyrum hat die bereits im März veröffentlichten und schon sehr detaillierten vorläufigen Zahlen für 2023 weitestgehend bestätigt. Demnach konnte das Unternehmen den Umsatz um 17 Prozent auf 1,15 Mio. Euro steigern, blieb damit aber deutlich unter den ursprünglichen Erwartungen, da die Pelletproduktion von recovered Carbon Black (Industrieruß) noch erheblich unter dem anvisierten Volumen geblieben ist (siehe unten). Die Gesamtleistung lag mit 12,8 Mio. Euro weit über den Erlösen, aber unter Vorjahr (19,1 Mio. Euro), was die Fortschritte beim Bau der zweiten und dritten Produktionslinie widerspiegelt. Noch sind die Einnahmen bei weitem nicht kostendeckend, EBIT (-9,2 Mio. Euro, Vorjahr: -7,6 Mio. Euro) und Nettoergebnis (-9,5 Mio. Euro, Vorjahr: -7,8 Mio. Euro) sind weiterhin deutlich negativ, ebenso wie der Free-Cashflow (-17,9 Mio. Euro, Vorjahr: -27,8 Mio. Euro). Das wurde teilweise kompensiert durch den positiven Finanzierungs-Cashflow in Höhe von 9,7 Mio. Euro, der insbesondere aus weiteren BASF-Darlehen (9 Mio. Euro) und Zuschüssen resultierte. Trotzdem ist die Liquidität im Jahresverlauf von 12,5 auf 4,3 Mio. Euro zurückgegangen. Das Eigenkapital hat sich mit dem Jahresverlust ebenfalls reduziert, von

GJ-Ende: 31.12.	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Umsatz (Mio. Euro)	1,0	1,1	3,5	18,1	37,2	63,1
EBIT (Mio. Euro)	-7,6	-9,1	-11,8	-3,2	9,8	31,1
Jahresüberschuss	-7,8	-9,5	-12,3	-5,3	6,0	25,3
EpS	-2,40	-2,93	-3,14	-1,37	1,55	6,48
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Umsatzwachstum	6,5%	16,8%	205,4%	417,8%	105,0%	69,7%
Gewinnwachstum	-	-	-	-	-	318,6%
KUV	116,97	100,17	32,80	6,33	3,09	1,82
KGV	-	-	-	-	19,0	4,5
KCF	-	-	-	-	9,1	3,6
EV / EBIT	-	-	-	-	13,5	4,3
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Extensive project pipeline due to attractive framework conditions

Demand is higher than capacity; projects are partly far advanced or have been started procedurally

Project status

Project Nr.	Country	Partner/Site	General Terms Agreed /LOI	Contract / Pre-Engineering signed	Building site Secured / identified	Capital partly secured	Authorisation in process	Operative Company created	
100 %	1	Germany	Saarland	✓	✓	✓	✓	✓	
SPV	2	Greece	Athen „Thermo Lysi SA“	✓	✓	✓	✓	✓	
SPV	3	Cech Republic	Sokolov	✓	✓	✓	✓	✓	
SPV	4	Germany	Bremen	✓	✓	✓	✓	✓	
EXT	5	UK	SUEZ UK	✓	✓	✓	✓	✓	
SPV	6	Germany	Revalit GmbH, Bayern	✓	✓	✓	✓	✓	
SPV	7	Germany	Emleben	✓	✓	✓	✓	✓	
100 %	8	Germany	Hessen oder NRW	✓					
SPV	9	...							
SPV	10	DE & Europe	Unitank 2-10	✓					
SPV	11	Sweden	Billingsford	✓	✓	✓		✓	

Remarks: (1) The list of projects represents a selection, not the complete project pipeline.
 (2) The order of the projects represents the currently planned realisation sequence. Changes over time are possible within the framework of the individual approval procedures.

Projektpipeline (SPV = Projektgesellschaft mit Partnern); Quelle: Unternehmen

31,9 auf 22,4 Mio. Euro, so dass die Eigenkapitalquote im Jahresverlauf von 64,0 auf 43,9 Prozent gesunken ist, damit aber weiter komfortabel bleibt. Für eine etwas ausführlichere Analyse der (weitgehend deckungsgleichen vorläufigen) Zahlen verweisen wir auf unser Update vom 9. April.

Wichtige Fortschritte

Erheblich wichtiger für das Unternehmen als die Zahlen aus 2023 sind aber die Fortschritte, die Pyrum bei der Umsetzung der Expansionspläne erzielt hat. So konnten die beiden neuen Produktionslinien am Stammsitz weitgehend fertiggestellt werden. Für die erste davon wurde die Warminbetriebnahme gestartet, seitdem wird die Anlage sukzessive hochgefahren auf inzwischen 75 bis 80 Prozent der Plankapazität. Die gewonnenen Erkenntnisse aus diesem Prozess wurden bereits für kleinere Optimierungen an der zweiten neuen Linie genutzt, deren Warminbetriebnahme Ende Mai gestartet ist und ebenfalls zügig zu einem Leistungsniveau von 75 Prozent führen soll. Parallel bereitet Pyrum schon den Bau des nächsten eigenen Werks in Perl-Besch im Saarland vor. Die Reaktoren für drei Produktionslinien – die Standardgröße einer Produktionsstätte – wurden bereits bestellt und die Erd- und Fundamentarbeiten sollen im

Sommer 2024 beginnen, so dass eine Inbetriebnahme planmäßig Anfang 2026 erfolgen kann. Ebenfalls in Richtung des Startschusses bewegen sich die ersten Projekte mit Partnern. Inzwischen befinden sich bereits acht davon in einem fortgeschrittenen Stadium. Die Abbildung oben veranschaulicht den Status vor einem Jahr (schwarze Haken) und aktuell (zusätzliche grüne Haken), was deutlich macht, dass die Vorbereitungen mittlerweile weit gediehen sind. Das Unternehmen geht davon aus, dass für die beiden Werke in Bremen mit Remondis und in Emleben mit Unitank die Investitionsentscheidung in diesem Jahr getroffen und die Realisierung eingeleitet werden könnte. Außerdem wurden in Griechenland und Tschechien schon Genehmigungen für die Anlagen beantragt.

Ausweitung der Pelletproduktion

Fortschritte gibt es auch bei der Produktion von rCB-Pellets. Der Output der Mahl- und Pelletieranlage erfüllt inzwischen kontinuierlich die hohen Anforderungen der Automobilindustrie, so dass Continental beliefert wird, ebenso wie der Fahrradreifenhersteller Ralf Bohle („Schwalbe“). Auch von Pirelli und Hankook hat die Gesellschaft die Zulassung als Lieferant erhalten. Der Engpass ist im Moment aber noch die Produktionsmenge. Diese hat sich zwar auf rund

Important rCB Milestones, Quantity increase required

rCB is ready, we just need more of it!

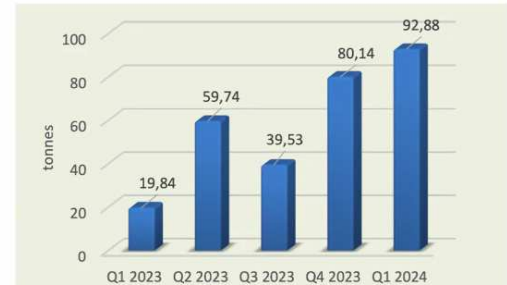
Turnover importance per product stream

Turnover Type	Turnover/ Plant	TAD 1 capacity ¹	TAD 2 Capacity	
			Today ²	Est. 2025 ³
Gate fee	19 %	65 %	80 %	100 %
Steel	10 %	65 %	80 %	100 %
Oil	18 %	65 %	80 %	100 %
Textile	1 %	65 %	80 %	100 %
rCB	52 %	20 % ³	0 % ²	100 %

¹ Technically possible hourly capacities, compared to Pyrum Serial Line. ² Under Construction. ³ Capacity limit reached

- ⇒ The rCB sales represent more than 50% of the revenues of a plant
- ⇒ Turnover will only increase significantly once higher rCB volumes can be produced => **New line is ordered**

rCB Ramp Up from Mill and Pelletizer 1 (Q1 23 – Q1 24)



• Stable improvement of rCB production (drop in Q3 2023 due to audit modifications)

- **Stable industrial deliveries to Continental and Schwalbe since 2023**
- First real products have entered the market in 2023 and demand is strongly rising
- **The existing Technology, developed in the last 2 years together with Continental, runs stable, reliable and produces automotive quality products BUT should reach its capacity limits with max 70 - 80 tons per month = It just needs to be bigger!**
- New Mill and Pelletizing is designed according to facts = **new Pin Mixer is > 5 times bigger**
- **Long term rCB Offtake Agreements are under negotiation**

Entwicklung und Stand der Produktion, insbesondere der rCB-Produktion; Quelle: Unternehmen

93 Tonnen im ersten Quartal erhöht (siehe Abbildung oben rechts), liegt damit aber weiter unter Plan. Anvisiert waren waren eigentlich bis zu 650 kg rCB pro Stunde, die aus dem Output der ersten Produktionslinie hergestellt werden sollten, aber im Moment schafft die Anlage in der Spitze nur 250 kg/h. Insgesamt werden derzeit nur ca. 20 Prozent der Plankapazität erreicht (siehe Abbildung oben links: TAD 1 = Produktionslinie 1) und nicht 65 Prozent wie bei den anderen Produkten (um 100 Prozent zu erreichen, müsste die erste Linie noch ausgebaut werden). Das Pelletiersystem muss sich kontinuierlich selbst validieren, um in Reaktion auf die Inputkonsistenz (der produzierte Recycling-Kohlenstoff ist keine vollständig homogene Masse) die notwendige Wassermenge zur Erreichung des spezifizierten Härtegrades der Pellets zu bestimmen. Hier werden u.a. die Rechnerkapazitäten und die Software weiter optimiert, um eine Beschleunigung zu erreichen, wobei die Anlagengröße selbst gewisse Limits für die Optimierung setzt. Für die neuen Produktionslinien zwei und drei ist ohnehin eine neue Mahl- und Pelletieranlage bestellt worden, die 1.350 kg/h schaffen soll. Der Hersteller hat dafür umfangreiche Tests mit dem Material von Pyrum durchgeführt und entsprechende Garantien gegeben. Erste Teile der Anlage wurden bereits geliefert, allerdings gibt es bei einigen Komponenten, die

aus den USA stammen, Lieferschwierigkeiten. Dennoch wird eine Montage und Inbetriebnahme bis zum Jahresende anvisiert.

1	Total revenues, end-products and gate fee	EUR ~ 11.5 m
	Gate fee	EUR 110/ton x 20,000 tons = EUR ~ 2.2 m
	Steel (+100%, 2021)	EUR 300/ton x 4,000 tons = EUR ~ 1.2 m
	Oil (+60%, 2021)	EUR 400/ton x 4,650 tons = EUR ~ 1.9 m
	rCB (+31%, 2021)	EUR 850/ton x 7,350 tons = EUR ~ 6.2 m
	Gas	used x
	Heat / Energy	used x
	Direct costs	EUR ~ 1.6 m
2	OPEX	EUR ~ 3.1 m
3	EBITDA	EUR ~ 6.8 m
4	Investment¹	EUR ~ 40 m
3	Payback EBITDA basis	~ 5,9 years

Kalkulation einer Produktionsstätte mit drei Linien; Quelle: Unternehmen

Umsatz soll deutlich steigen

Die rCB-Pellet-Produktion hat eine große Bedeutung für die Erlöse, die mit dem Recycling von Altreifen insgesamt erzielbar sind. Gemäß der aktuellen Kalkulation mit den inzwischen erzielbaren Preisen (die deutlich höher liegen als zum Zeitpunkt des Börsen-

gangs 2021 – zugleich sind allerdings auch die Investitionskosten für die Anlage von 25 bis 27 Mio. Euro auf 40 Mio. Euro gestiegen) entfallen rund 54 Prozent oder ca. 6,2 Mio. Euro der Zielerlöse (ca. 11,5 Mio. Euro) eines Werks mit drei Produktionslinien auf den Pelletverkauf (siehe Abbildung auf der vorherigen Seite). Da die Produktion aus der ersten Linie im Moment noch geringer ist als vorgesehen und die größere neue Anlage erst gegen Jahresende in Betrieb genommen wird, kann der mit den Linien zwei und drei produzierte Kohlenstoff im laufenden Jahr noch nicht zu Pellets verarbeitet werden, was das Erlöspotenzial dämpft, da Pellets ein Vielfaches des Preises vom Kohlenstoff erzielen. Die Produktion von Thermolyseöl für BASF wird hingegen schon sehr deutlich steigen. Allerdings entfällt darauf nur knapp 40 Prozent des Outputs (gemessen in kg in Relation zum Gummiinput), während der Anteil des Kohlenstoffs bei 44 Prozent liegt. Insgesamt rechnet das Unternehmen für 2024 mit einem Anstieg der Erlöse aus der Produktion auf 2,5 bis 3,5 Mio. Euro. Hinzu kommen plangemäß noch rund 0,5 Mio. Euro aus Consultingverträgen für die Partnerprojekte, so dass sich der Konzernumsatz in diesem Jahr kumuliert auf 3,0 bis 4,0 Mio. Euro belaufen soll. Die Gesamtleistung wird wegen des Baubeginns in Perl-Besch wieder deutlich höher liegen, bei ca. 25 bis 30 Mio. Euro. Die großen Investitionen und der expansionsbedingt starke Ausbau der Organisation bedingen weiterhin einen hohen Verlust, der sich nach der Kalkulation der Gesellschaft auf der EBIT-Ebene im Konzern im laufenden Jahr zwischen 11 und 13 Mio. Euro bewegen wird.

Weitere Finanzierungsmaßnahmen für die Expansion notwendig

Angesichts der hohen Investitionen und der Verlustsituation stellt die weitere Finanzierung der Aktivitäten unverändert einen sehr wichtigen Faktor dar. Zwar ist die Liquidität zum Jahresende 2023 auf 4,5 Mio. Euro gesunken, aber das Unternehmen hat im letzten November eine große Finanzierungsvereinbarung mit BASF abgeschlossen, die eine Bereitstellung von 25 Mio. Euro für den Aufbau neuer Werke vorsieht. Davon wurden inzwischen zwei Tranchen in Höhe von 3 und 8,3 Mio. Euro abgerufen. 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. Sollte in diesem Jahr bei zwei Projekten die finale Investitionsentscheidung erfolgen, wäre dieser Betrag schon erreicht, sobald die Partner die dafür notwendigen Finanzmittel bereitgestellt haben. Pyrum wird aber voraussichtlich auch weiteres Eigenkapital einwerben, um die Bilanzrelationen auf solidem Niveau zu halten – eine EK-Quote von 30 Prozent soll nicht unterschritten werden.

Ausblick im Rahmen der Erwartungen

Wir haben in unserem Modell bereits zwei 10-prozentige Kapitalerhöhungen, eine in diesem und eine im nächsten Jahr, unterstellt und halten das weiterhin für realistisch. Auch ansonsten harmonisiert die Unternehmensprognose für 2024 gut mit unseren Schätzungen. Wir hatten bislang Erlöse in Höhe von 0,5

Erlösmodell (Mio. Euro)	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Umsatz Anlage Dillingen	3,0	7,8	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	29,4	42,5	55,6	66,7
<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	3,5	18,1	37,2	63,1	76,3	69,7	83,0	94,4
<i>Schätzungen SMC-Research</i>								

Mio. Euro	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029	12 2030	12 2031
Umsatzerlöse	3,5	18,1	37,2	63,1	76,3	69,7	83,0	94,4
Umsatzwachstum		417,8%	105,0%	69,7%	20,9%	-8,7%	19,1%	13,8%
EBIT-Marge	-337,4%	-17,8%	26,4%	49,4%	51,1%	38,8%	42,9%	45,3%
EBIT	-11,8	-3,2	9,8	31,1	39,0	27,0	35,6	42,7
Steuersatz	0,0%	0,0%	5,0%	5,0%	10,0%	33,0%	33,0%	33,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,0	0,0	0,5	1,6	3,9	8,9	11,8	14,1
NOPAT	-11,8	-3,2	9,3	29,6	35,1	18,1	23,9	28,6
+ Abschreibungen & Amortisation	3,5	8,1	10,9	12,6	15,9	19,2	22,5	25,8
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Brutto Cashflow	-8,2	5,1	20,5	42,4	51,3	37,6	46,8	54,9
- Zunahme Net Working Capital	-0,2	-1,1	-1,1	-1,9	-1,5	-1,4	-1,7	-1,9
- Investitionen AV	-30,9	-39,1	-42,1	-42,1	-36,1	-36,1	-36,1	-36,1
Free Cashflow	-39,3	-35,0	-22,7	-1,5	13,7	0,2	9,1	17,0

SMC Schätzmodell

Mio. Euro aus Consultingverträgen unterstellt – das deckt sich exakt mit dem Ausblick – und Einnahmen in Höhe von 3,3 Mio. Euro aus der Anlage in Dillingen (Pyrum-Prognose 2,5 bis 3,5 Mio. Euro). Unter Berücksichtigung aktueller Informationen zum Output, zu den Preisen und zu den verfügbaren Kapazitäten haben wir die Erlösplanung moderat überarbeitet und erwarten jetzt einen Umsatz von 3,0 Mio. Euro aus der Produktion und damit insgesamt 3,5 Mio. Euro. Zusammen mit den nur geringfügig angepassten Kostenschätzungen rechnen wir jetzt mit einem EBIT von -11,8 Mio. Euro (bislang: -11,5 Mio. Euro).

Starke Expansion

Die Überarbeitung der Kalkulation hat auch den Umsatz der Folgeperioden beeinflusst, wobei vor allem die Erlöse aus dem Stammwerk in Dillingen wegen niedrigerer Kapazitäten der Produktionslinie 1 geringer ausfallen. Nach Aussage des Managements lässt sich die Kapazität der ersten Linie für eine Investition von 2 Mio. Euro erweitern, das haben wir für das Jahr 2025 eingeplant. Die übrige Erlösstruktur ist unverändert, insbesondere die Einnahmen aus SPVs haben wir gleich gelassen. Im Hinblick auf 2025 und 2026 wird es von größerer Bedeutung sein, wann die Anla-

gen für die Partnerprojekte bestellt und bei Pyrum umsatzwirksam werden – hier sind in unserem Modell Verschiebungen zwischen 2025 (eventuell niedriger als ausgewiesen) und 2026 (eventuell höher) möglich. Das Unternehmen rechnet für das Jahr 2026 mit dem Break-even, auch wir haben für jene Periode erstmals ein positives EBIT von 9,8 Mio. Euro (bei einem Umsatz von 37,2 Mio. Euro) unterstellt. Der Ausbau der eigenen Kapazitäten und die Realisierung zahlreicher Partnerprojekte wird im Anschluss bis zum Ende des Detailprognosezeitraums für einen Anstieg der Erlöse auf 94,4 Mio. Euro und des EBIT auf 42,7 Mio. Euro sorgen. Die optisch sehr hohe Marge resultiert daraus, dass wir nur den Nettoertrag aus dem Verkauf von Anlagenkomponenten berücksichtigt haben und nicht den gesamten Umsatz und die Kosten für den Bezug, da noch nicht klar ist, in welchem Umfang diese Größen in die GuV von Pyrum eingehen werden. Die Tabelle auf der vorherigen Seite zeigt unser aktualisiertes Erlösmodell und die Tabelle oben die Entwicklung der wichtigsten Cashflow-Kennzahlen bis 2031. Weitere Details enthält der Anhang.

Rahmenparameter aktualisiert

Anschließend rechnen wir zur Ermittlung des Terminal Value nach wie vor mit einem fünfzehnprozentigen

gen Abschlag auf die Zielmarge des Jahres 2031 und mit einem „ewigen“ Cashflow-Wachstum von 1 Prozent p.a. Leicht angepasst haben wir hingegen noch einmal die Ziel-EK-Quote (von 45,0 auf 40,0 Prozent – das Unternehmen visiert nach aktueller Aussage „mindestens 30 Prozent“ an). Die Eigenkapitalkosten nach CAPM betragen weiterhin 10,0 Prozent (mit: sicherem Zins 2,5 Prozent, Marktrisikoprämie 5,8 Prozent und Betafaktor 1,3), woraus sich bei einem unveränderten FK-Zins von 5,5 Prozent und einen Steuerersatz für das Tax-Shield von 33 Prozent ein neuer WACC-Satz von 6,2 Prozent ergibt (bislang 6,5 Prozent).

Fazit

Beim Roll-out der ambitionierten Expansionsstrategie für das innovative Verfahren zum Recycling von Altreifen muss Pyrum viele Herausforderungen meistern – von Lieferengpässen im Anlagenbau über notwendige Maschinenoptimierungen in der rCB-Pelletproduktion bis hin zur Sicherstellung von großen Finanzierungsmaßnahmen – und meistert diese bislang, trotz gewisser, kaum vermeidbarer Verzögerungen, alles in allem sehr gut. Ein Ritterschlag ist sicherlich die erfolgte Zertifizierung als Automobilzulieferer im Bereich sicherheitsrelevanter Produkte, außerdem werten wir die große Finanzierungszusage von BASF als wichtigen Meilenstein.

Noch sind die Erlöse gering und der Ausbau der Organisation sowie die umfangreichen Investitionen in die Ausweitung der Kapazitäten bedingen einen hohen Verlust. Aber auf diese Investitionsphase werden mit hoher Wahrscheinlichkeit ein sehr starker Anstieg der Erlöse und eine kräftige Verbesserung der Profitabilität folgen. Die Basis dafür stellen der Ausbau des Stammwerks und die Realisierung weiterer Werke

Kursziel jetzt 59,00 Euro

Der von uns ermittelte faire Wert beträgt nun 230,2 Mio. Euro oder 58,98 Euro je Aktie, woraus wir ein neues Kursziel in Höhe von 59,00 Euro ableiten (eine Sensitivitätsanalyse zur Kurszielermittlung findet sich im Anhang), das sich durch die Aktualisierungen somit nur minimal verändert hat. 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.

dar. Die Bauvorbereitungen für die nächste eigene Produktionsstätte im Saarland startet bereits im Sommer, darüber hinaus befinden sich inzwischen acht Projekte mit Partnern in einem fortgeschrittenen Stadium, so dass für mindestens zwei noch in diesem Jahr die finale Investitionsentscheidung getroffen werden könnte.

Um weiter mit einem hohen Tempo voranschreiten zu können, muss Pyrum zwar noch weitere Mittel einwerben, aber wir gehen davon aus, dass dies mit den dokumentierten großen Fortschritten auch gelingt.

Die Abbildung der Expansion in unserem Bewertungsmodell führt zu einem fairen Wert von derzeit 59,00 Euro je Aktie, obwohl wir bereits eine hypothetische Verwässerung von 20 Prozent durch künftige Eigenkapitalmaßnahmen einkalkuliert haben. Damit sorgen die großen Wachstumschancen für ein Aufwärtspotenzial von derzeit fast 70 Prozent. Unser Urteil lautet auf dieser Basis weiterhin „Speculative Buy“.

Anhang I: SWOT-Analyse

Stärken

- Patentgeschützte, innovative Lösung für das Altreifenrecycling und die Produktion von hochwertigen Rohstoffen (Thermolyseöl, 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 43,9 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 noch 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 Thermolyseöl 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	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
AKTIVA									
I. AV Summe	45,1	72,5	103,4	134,6	164,0	184,2	201,1	214,7	224,9
1. Immat. VG	5,6	5,0	4,3	3,7	3,0	2,4	1,7	1,1	0,4
2. Sachanlagen	39,5	61,5	84,1	106,8	128,0	145,8	160,3	171,5	179,5
II. UV Summe	5,7	10,7	15,5	13,5	20,5	35,8	37,9	41,7	50,8
PASSIVA									
I. Eigenkapital	22,4	21,5	27,5	33,5	58,8	89,5	104,3	117,4	132,4
II. Rückstellungen	3,2	3,4	3,6	3,8	4,1	4,4	4,8	5,2	5,7
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	18,0	51,0	78,7	99,4	108,3	111,3	114,2	117,2	120,2
2. Kurzfristiges FK	7,3	7,6	9,4	11,6	13,6	15,1	15,9	16,7	17,7
BILANZSUMME	50,9	83,5	119,2	148,4	184,8	220,3	239,2	256,6	276,0

GUV-Prognose

Mio. Euro	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
Umsatzerlöse	1,1	3,5	18,1	37,2	63,1	76,3	69,7	83,0	94,4
Gesamtleistung	12,8	28,3	26,5	63,6	89,5	102,7	96,1	109,4	120,8
Rohertrag	1,4	1,6	16,5	34,0	58,3	69,9	61,7	73,4	83,2
EBITDA	-7,0	-8,4	4,9	20,8	43,7	54,1	44,6	55,3	64,1
EBIT	-9,1	-11,8	-3,2	9,8	31,1	39,0	27,0	35,6	42,7
EBT	-9,5	-12,2	-5,3	6,4	26,7	34,1	22,3	30,8	37,8
JÜ (vor Ant. Dritter)	-9,5	-12,3	-5,3	6,0	25,3	30,6	14,9	20,5	25,2
JÜ	-9,5	-12,3	-5,3	6,0	25,3	30,6	14,9	20,5	25,2
EPS	-2,93	-3,14	-1,37	1,55	6,48	7,85	3,81	5,26	6,46

Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
CF operativ	-6,2	-9,3	-0,2	12,6	31,7	40,4	27,9	36,5	44,2
CF aus Investition	-11,7	-30,9	-39,1	-42,1	-42,1	-36,1	-36,1	-36,1	-36,1
CF Finanzierung	9,7	44,8	41,4	24,5	13,5	8,0	8,1	0,8	-1,8
Liquidität Jahresanfa.	12,5	4,3	8,9	11,2	6,2	9,4	21,7	21,6	22,9
Liquidität Jahresende	4,3	8,9	11,2	6,2	9,4	21,7	21,6	22,9	29,2

Kennzahlen

Prozent	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
Umsatzwachstum	16,8%	205,4%	417,8%	105,0%	69,7%	20,9%	-8,7%	19,1%	13,8%
EBITDA-Marge	-614,5%	-238,9%	27,0%	55,9%	69,3%	70,9%	64,1%	66,6%	67,9%
EBIT-Marge	-796,4%	-337,4%	-17,8%	26,4%	49,4%	51,1%	38,8%	42,9%	45,3%
EBT-Marge	-825,8%	-349,4%	-29,3%	17,2%	42,3%	44,7%	32,0%	37,1%	40,0%
Netto-Marge (n.A.D.)	-829,3%	-350,6%	-29,5%	16,3%	40,1%	40,2%	21,3%	24,7%	26,7%

Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
5,2%	109,64	92,11	78,72	68,16	59,63
5,7%	88,01	75,10	64,92	56,69	49,90
6,2%	71,63	61,82	58,98	47,32	41,82
6,7%	58,84	51,18	44,86	39,55	35,03
7,2%	48,59	42,49	37,37	33,01	29,26

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 28.05.2024 um 18:15 Uhr fertiggestellt und am 29.05.2024 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
09.04.2024	Speculative Buy	59,50 Euro	1), 3), 4)
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.