

8. Oktober 2024
Research-Update

SMC Research

Small and Mid Cap Research



Mehrfacher Gewinner
renommierter
Analyst Awards

Pyrum Innovations AG

Geschäftsentwicklung etwas hinter Plan,
aber mit weiteren wichtigen Fortschritten

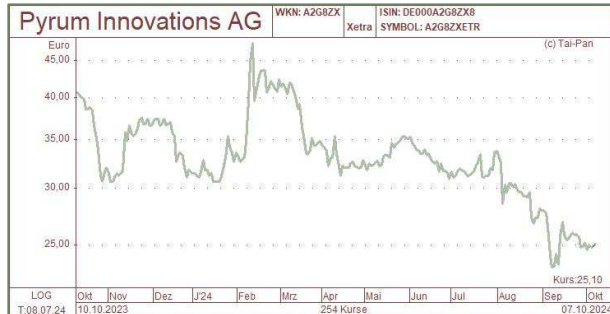
Urteil: Speculative Buy (unverändert) | Kurs: 25,10 € | Kursziel: 58,00 € (zuvor: 59,60 €)

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:	80
Rechnungslegung:	HGB
Ticker:	PYR:GR
ISIN:	DE000A2G8ZX8
Kurs:	25,10 Euro
Marktsegment:	Scale
Aktienzahl:	3,25 Mio. Stück
Market Cap:	81,7 Mio. Euro
Enterprise Value:	106,8 Mio. Euro
Free-Float:	ca. 38 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	50,00 / 23,00 Euro
Ø Umsatz (12 M Xetra):	42,8 Tsd. Euro

Umsatz unter Plan

Der Umsatz von Pyrum hat sich im ersten Halbjahr um 41 Prozent auf 708 Tsd. Euro erhöht, bewegt sich damit aber nach wie vor auf einem niedrigen und unterplanmäßigen Niveau, was vor allem auf drei Gründe zurückzuführen ist. Zum einen hat das Unternehmen umfangreiche Leistungen im Rahmen von Consulting-Verträgen für Kundenanlagen erbracht, die schon angezahlt wurden, aber erst umsatzwirksam abgerechnet werden dürfen, wenn die Anlagen genehmigt wurden (was noch nicht erfolgt ist). Zum anderen liegen die produzierten Mengen von Industrieruß-Pellets (recovered Carbon Black, rCB) weiterhin deutlich unter den Zielwerten, da zu viele Pellets (nämlich 40 bis 45 Prozent der Inputmenge) nach der Herstellung auf dem Weg bis zur Verpackung zerstört werden. Dieses Material muss in den Pelletierungsprozess zurückgeführt werden. Das Problem ist jetzt mit einer neuen technologischen Lösung angegangen worden, deren Funktionsfähigkeit schon aus den Vorbereitungsarbeiten für die neue Pelletierungsmaschine, die ab Ende des Jahres für die neuen Produktionslinien zwei und drei aufgebaut wird, bekannt ist. Der Hochfahrprozess dieser beiden neuen Linien hat außerdem – als drittem Grund für die niedrigen Erlöse – dazu

GJ-Ende: 31.12.	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Umsatz (Mio. Euro)	1,0	1,1	2,0	14,0	39,8	56,5
EBIT (Mio. Euro)	-7,6	-9,1	-11,4	-5,2	12,1	17,6
Jahresüberschuss	-7,8	-9,5	-12,7	-6,9	8,2	11,6
EpS	-2,40	-2,93	-3,24	-1,76	2,11	2,97
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Umsatzwachstum	6,5%	16,8%	77,9%	588,1%	183,5%	42,0%
Gewinnwachstum	-	-	-	-	-	40,9%
KUV	83,17	71,23	40,03	5,82	2,05	1,45
KGV	-	-	-	-	9,9	7,1
KCF	-	-	-	-	6,3	3,9
EV / EBIT	-	-	-	-	8,8	6,1
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

geführt, dass wegen knapper Personalkapazitäten die Produktion der Linie eins zeitweise unterbrochen werden musste (siehe Grafik unten auf dieser Seite – blau markierte Wochen). Weitere Unterbrechungen resultierten aus notwendigen Optimierungsarbeiten (gelb markierte Wochen) wegen kleinerer Probleme wie etwa Schaumbildung in den Öltanks und Kristallbildung in den Gasleitungen. Diese wurden von der deutlichen Output-Steigerung verursacht, konnten aber anschließend schnell gelöst werden. Schließlich sorgten Reklamationen von Anlagenkomponenten (u.a. Gasfilter), die die Qualitätsanforderungen nicht erfüllt haben, für weitere Unterbrechungen (rot markierte Wochen). Das letztgenannte Problem ist laut Pyrum eine Folge der seit Corona und dem Ukraine-Krieg gestörten Lieferketten. Mittlerweile hat das Unternehmen ein Ersatzteillager aufgebaut und den Personalstamm aufgestockt.

Ab Q4 plangemäß

Nach Überwindung der genannten Probleme geht Pyrum nun davon aus, dass im Schlussquartal 2024 alle drei Linien plangemäß arbeiten können (nur noch grüne Produktionswochen und lilafarbene Wartungswochen in der Grafik für Q4). Zugleich sollen die beiden neuen Linien, die derzeit noch bei 80 Prozent der

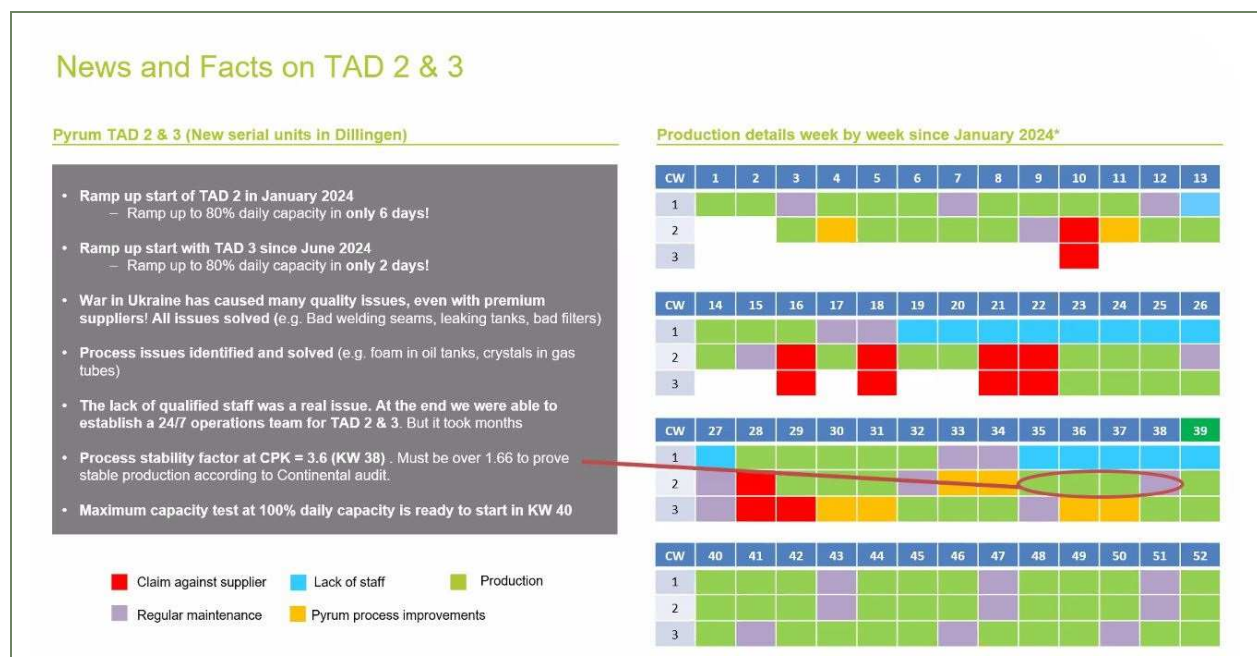
jeweiligen Nennleistung laufen, bis zum ersten Quartal 2025 auf die volle Leistung hochgefahren werden.

Geschäftszahlen	6M 23	6M 24	Änderung
Umsatz	0,50	0,71	+41,2%
Gesamtleistung	8,16	4,54	-44,4%
EBITDA	-3,14	-3,18	-
EBIT	-4,26	-4,29	-
Nettoergebnis	-4,41	-4,79	-

In Mio. Euro bzw. Prozent; Quelle Unternehmen

EBITDA-Fehlbetrag nahezu unverändert

Die Gesamtleistung lag in den ersten sechs Monaten mit 4,5 Mio. Euro erneut weit über den Erlösen, aber auch deutlich unter dem Vorjahresniveau (8,2 Mio. Euro), was auf niedrigere aktivierte Eigenleistungen (von 7,6 auf 3,6 Mio. Euro) wegen der fortschreitenden Fertigstellung der neuen Produktionslinien zurückzuführen ist. Im Gegenzug hat sich auch der Materialaufwand von 7,4 auf 3,7 Mio. Euro reduziert, außerdem gab es einen leichten Rückgang bei den Abschreibungen und den sonstigen betrieblichen Aufwendungen. Der Personalaufwand ist wegen der weiteren Aufstockung des Mitarbeiterstamms hingegen von 2,5 auf 3,2 Mio. Euro gestiegen. Per Saldo lag das



Produktion der Linien 1, 2 und 3 in den einzelnen Kalenderwochen (CW), *ab CW40 Plan; Quelle: Unternehmen

EBITDA, auch dank höherer sonstiger betrieblicher Erträge (von 0,4 auf 0,8 Mio. Euro), mit -3,2 Mio. Euro nahezu auf Vorjahresniveau (-3,1 Mio. Euro), selbiges gilt auch für das EBIT (-4,3 Mio. Euro). Nach Abzug des deutlich verschlechterten Finanzergebnisses (von -0,2 auf -0,5 Mio. Euro), das die stärkere Inanspruchnahme von Fremdkapital widerspiegelt, und geringfügiger Steueraufwendungen resultiert daraus ein Halbjahresfehlbetrag von -4,8 Mio. Euro, gegenüber -4,4 Mio. Euro im Referenzzeitraum 2023.

Liquidität erhöht

Die geringen Erlöse reichen naturgemäß noch nicht zur Deckung der Strukturkosten, so dass der operative Cashflow mit -4,2 Mio. Euro weiterhin deutlich negativ ist. Die Verschlechterung gegenüber dem Vorjahreswert (-2,3 Mio. Euro) ist auf das Zusammenspiel mehrerer kleinerer negativer Effekte bei den Vorräten, Forderungen und Verbindlichkeiten zurückzuführen, sowie auf hohe Vorsteueransprüche im aktuellen Zeitraum (für Erstattungen nach dem Stichtag), denen im Vorjahr bereits erfolgte hohe Rückerstattungen gegenüberstanden. Zusammen mit den Abflüssen aus Investitionstätigkeit, die sich mit der weiteren Fertigstellung der Linien zwei und drei und trotz erster Auszahlungen für den Aufbau des nächsten Werks in Berl-Besch von -7,4 auf -4,3 Mio. Euro reduziert haben, belief sich der Free-Cashflow der ersten sechs Monate auf -8,5 Mio. Euro (Vorjahr: -9,7 Mio. Euro). Das konnte mit einem Nettozuflüssen aus Finanzierungstätigkeit in Höhe von 13,5 Mio. Euro überkompensiert werden, die aus der Auszahlung weiterer Tranchen (14,3 Mio. Euro) aus dem Darlehensvertrag mit BASF resultierten, so dass die Liquidität im bisherigen Jahresverlauf von 4,3 auf 9,3 Mio. Euro gestiegen ist.

EK-Quote sinkt auf 29,8 Prozent

Die Aktivseite der Bilanz wird weiter von den Sachanlagen geprägt, die sich mit den weiteren Investitionen von 39,5 auf 42,6 Mio. Euro erhöht haben und damit 72 Prozent der Bilanzsumme ausmachen. Auf der Passivseite hat sich die Finanzierungsstruktur mit dem Periodenverlust, durch den das Eigenkapital von 22,4 auf 17,6 Mio. Euro gesunken ist, und den Abrufen aus dem BASF-Darlehensvertrag, die maßgeblich für

den Anstieg des Fremdkapitals von 28,5 auf 41,4 Mio. Euro verantwortlich waren, weiter verschoben, so dass die EK-Quote von 43,9 auf 29,8 Prozent zurückgegangen ist.

Ausblick angepasst

Pyrum war im ersten Halbjahr noch mit mehreren Problemen in der Produktion konfrontiert, die aber inzwischen behoben wurden. Daher sollen der Output und der Umsatz jetzt deutlich anziehen. Für den Zeitraum Juli bis Dezember erwartet das Management Produkterlöse in Höhe von 1,2 Mio. Euro. Die entgangenen Einnahmen aus den ersten sechs Monaten können aber nicht aufgeholt werden, daher wurde die Umsatzprognose für das Gesamtjahr von 3,0 bis 4,0 Mio. Euro auf 1,9 bis 2,4 Mio. Euro reduziert. Darin enthalten sind 1,7 bis 2,0 Mio. Euro aus Produktverkäufen (alte Prognose: 2,5 bis 3,5 Mio. Euro) und 0,2 bis 0,5 Mio. Euro aus Consulting-Verträgen (bisherige Prognose: 0,5 Mio. Euro). Auch die Gesamtleistung wird mit ca. 10 Mio. Euro deutlich geringer ausfallen als bislang erwartet (25 bis 30 Mio. Euro), was darauf zurückzuführen ist, dass entgegen der Planung noch kein Anlagenkaufvertrag abgeschlossen wurde, was auf längere Genehmigungsverfahren zurückzuführen ist. Zugleich fallen aber auch die Kosten niedriger aus als erwartet, so dass nun mit einem EBIT von -10 bis -12 Mio. Euro gerechnet wird, statt bislang -11 bis -13 Mio. Euro.

Kräftige Outputsteigerung in 2025

Im nächsten Jahr dürfte der Umsatz weiter deutlich steigen. Die Basis dafür stellt ein wieder kontinuierlicher Regelbetrieb bei der Produktionslinie eins sowie die für das erste Quartal geplante Steigerung der Produktion der beiden neuen Linien auf 100 Prozent der Nennleistung dar. Außerdem dürfte der rCB-Pellet-output der bestehenden Maschine erheblich zulegen. Hinzu kommt noch die Pelletproduktion der neuen Anlage, die über eine fünf- bis sechsfache Kapazität verfügt, bereits Ende dieses Jahres aufgebaut und im ersten Halbjahr 2025 schrittweise hochgefahren werden soll.

Abnahmevertrag mit Continental

Für den Absatz der steigenden Pelletmengen hat die Gesellschaft bereits Abnahmeverträge geschlossen. Neben dem Fahrradreifenhersteller Ralf Bohle („Schwalbe“) konnte jetzt auch Continental als Vertragspartner gewonnen werden. Der Automobilzulieferer wird in den nächsten zehn Jahren mindestens das produzierte rCB aus zwei Werken zu für Pyrum attraktiven Konditionen abnehmen und hat dafür eine Vorauszahlung geleistet. Außerdem wird Continental Pyrum Altreifen anliefern. Im Anschluss an die Ende Juli bekannt gegebene Vereinbarung sind weitere Reifenhersteller an Pyrum herangetreten mit dem Ziel, ähnliche Verträge abzuschließen. Das zeigt den hohen Bedarf im Markt für rCB, nachdem Russland, dessen Lieferungen vor dem Krieg ca. 60 Prozent des Bedarfs gedeckt hatten, für den Westen als Industrieruß-Anbieter ausgefallen ist und seitdem durch deutlich teurere Importe aus China und Indien ersetzt wird.

Baubeginn für neues Werk im Dezember

Angesichts der hohen Nachfrage arbeitet Pyrum mit Hochdruck am Kapazitätsausbau. Am weitesten fortgeschritten ist die Planung für das nächste eigene Werk in Perl-Besch im Saarland. Zwar hat sich die Erstellung der Genehmigungsunterlagen etwas verzögert,

so dass sie nun erst Anfang des vierten Quartals eingereicht werden sollen. Auf dieser Basis wäre ein Baubeginn im Dezember aber noch möglich. Einige Anlagekomponenten, die besonders lange Lieferzeiten haben, wurden für das neue Werk bereits bestellt.

Planungen für SPVs schreiten voran

Fortschritte – in unterschiedlichem Tempo – gibt es auch bei den Anlagen-Projekten für Dritte, die im Rahmen von Special Purpose Vehicles (SPVs) umgesetzt werden, an denen sich Pyrum beteiligt. In der Grafik unten sind die in den letzten zwölf Monaten erreichten neuen Meilensteine mit grünen Pfeilen gekennzeichnet. Besonders weit gediehen sind die Projekte in Griechenland und Tschechien. In Griechenland sind die wesentlichen Vorbereitungen bereits abgeschlossen, jetzt fehlt nur noch ein positiver Entscheid zum Subventionsantrag, der für November erwartet wird. Im Anschluss könnte die finale Investmententscheidung des Partners folgen. Selbige wird in Tschechien im ersten Quartal 2025 erwartet. Pyrum wird sich an der dortigen Anlage nach aktuellem Verhandlungsstand mit 49 Prozent beteiligen, bislang waren 30 Prozent vorgesehen. Für Griechenland ist hingegen weiterhin eine Anteilsquote von 15 Prozent geplant.

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 „Thermo Lysi SA“	✓	✓	✓	✓	✓	✓
SPV	3	Czech Republic Sokolov	✓	✓	✓	✓	✓	
SPV	4	Germany Bremen	✓	✓	✓	✓	✓	REMONDIS
EXT	5	UK SUEZ UK	✓	✓	✓	✓	✓	SUEZ
SPV	6	Germany Revalit GmbH, Bayern	✓	✓		✓		✓
SPV	7	Germany Emleben	✓		✓	✓	✓	UNITANK
100 %	8	Germany Hessen oder NRW	✓					
SPV	9	...						
SPV	10	DE & Europe Unitank 2-10	✓					UNITANK
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

Finanzierungsmaßnahmen in Arbeit

Der Aufbau des neuen Werks in Perl-Besch und die Beteiligung an den SPVs bedingen einen hohen Kapitalbedarf. Dieser wird zum Teil durch die Darlehenszusage von BASF gedeckt, wobei mit den Mitteln vertragsgemäß maximal 50 Prozent eines Werks finanziert werden können. Zudem hängen die Hälfte des Darlehensvolumens von maximal 50 Mio. Euro davon ab, dass Pyrum selbst weitere 50 Mio. Euro einwirbt. Dabei werden Mittelzusagen von SPV-Partnern angerechnet, ebenso wie externe Finanzierungen (beispielsweise von Banken) für Projektgesellschaften. Das Unternehmen befindet sich bezüglich weiterer Finanzierungsmaßnahmen in weit fortgeschrittenen Gesprächen und erwägt zudem die Einwerbung von Eigenkapital, wenn das Investoren-Feedback, das aktuell erhoben wird, positiv ausfällt.

Verzögerungen, aber Fortschritte in allen wichtigen Bereichen

Auch, wenn weitere Verzögerungen aufgetreten sind, sehen wir bei Pyrum Fortschritte in allen wichtigen Bereichen. Die Produktion am Stammwerk dürfte in den nächsten Monaten stark steigen in Richtung der Nennleistung, der Pellet-Output sollte sich deutlich erhöhen und der Bau des nächsten eigenen Werks steht an. Zudem sind zumindest zwei finale Investmententscheidungen für SPV-Projekte in den nächsten Monaten wahrscheinlich. Der Umsatz im laufenden Jahr fällt wegen der Verzögerungen dennoch unter unserer bisherigen Schätzung (3,5 Mio. Euro) aus, wir senken diese deswegen auf 2,0 Mio. Euro. Da aber auch die Kosten niedriger ausfallen als von uns kalku-

liert, reduzieren wir den erwarteten EBIT-Verlust zugleich von -11,8 auf -11,4 Mio. Euro. Die Verzögerungen wirken auch im nächsten Jahr noch nach. Insbesondere die Einnahmen aus dem Pelletverkauf haben wir niedriger angesetzt, da die neue Anlage voraussichtlich erst im zweiten Halbjahr 2025 ihre volle Leistung erreicht. Außerdem haben wir vorsichtshalber die Einnahmen aus Anlagenverkäufen an SPVs reduziert. Dabei handelt es sich aber nur um Verschiebungen in die Folgeperiode.

Estimated plant economics – operating at 20,000 tonnes p.a. capacity			
1	Total revenues, end-products and gate fee		EUR ~ 17.5 m
	Gate fee	EUR 100/ton x 22,700 tons	EUR ~ 2.3 m
	Steel	EUR 300/ton x 5,675 tons	EUR ~ 1.7 m
	Oil (Range 550-750)	EUR 650/ton x 4,563 tons	EUR ~ 3.0 m
	rCB (Range 1.200-1.800)	EUR 1,500/ton x 7,072 tons	EUR ~ 10.6 m
	Gas	Used	
	Heat / Energy	used	
2	Direct costs		EUR ~ 2.6 m
3	OPEX		EUR ~ 4,9 m
4	EBITDA		EUR ~ 10.0 m
4	Investment ⁽¹⁾		EUR ~ 50 m
3	Payback EBITDA basis		~ 5.0 years

Kalkulation einer Produktionsstätte mit drei Linien; Quelle: Unternehmen

Überarbeitung der Anlagenkalkulation

Deswegen rechnen wir für 2025 nun mit einem Umsatz und einem EBIT von 14,0 bzw. -5,2 Mio. Euro (bislang: 18,1 und -3,2 Mio. Euro). Für 2026 setzen wir nun 39,8 bzw. 12,1 Mio. Euro (bislang 37,2 und 9,8 Mio. Euro) an, womit die Werte über unserer bis-

Erlösmodell (Mio. Euro)	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Umsatz Anlage Dillingen	1,7	7,7	13,3	13,3	13,3	13,3	13,3	13,3
Weitere eigene Anlagen (Anzahl gesamt)			1	2	3	4	5	6
Umsatz weitere Anlagen			1,6	17,4	34,3	52,4	70,4	86,1
SPVs (Anzahl gesamt)	2	5	8	11	12	13	14	15
Umsatz Anlagenverkauf/Consulting	0,3	6,3	24,3	24,3	24,3	6,2	6,2	6,2
Sonst. Umsatz SPVs (u.a. Wartung)			0,6	1,5	2,4	3,3	3,6	3,9
Anlagen ohne SPV (Anzahl gesamt)				1	2	3	4	5
Umsatz Anlagen ohne SPV					6,0	6,0	6,0	6,0
Gesamtumsatz	2,0	14,0	39,8	56,5	80,3	81,1	99,5	115,5

Schätzungen SMC-Research

Mio. Euro	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029	12 2030	12 2031
Umsatzerlöse	2,0	14,0	39,8	56,5	80,3	81,1	99,5	115,5
Umsatzwachstum		588,1%	183,5%	42,0%	42,1%	1,0%	22,6%	16,1%
EBIT-Marge	-557%	-36,9%	30,5%	31,2%	42,0%	33,8%	39,4%	42,4%
EBIT	-11,4	-5,2	12,1	17,6	33,7	27,4	39,2	49,0
Steuersatz	0,0%	0,0%	5,0%	5,0%	10,0%	33,0%	33,0%	33,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,0	0,0	0,6	0,9	3,4	9,1	12,9	16,2
NOPAT	-11,4	-5,2	11,5	16,7	30,3	18,4	26,2	32,8
+ Abschreibungen & Amortisation	2,4	4,8	9,2	16,4	20,8	25,2	29,6	34,0
+ 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	-8,8	-0,2	20,9	33,4	51,4	43,9	56,2	67,3
- Zunahme Net Working Capital	-0,1	-0,8	-1,2	-1,7	-1,6	-1,6	-2,0	-2,3
- Investitionen AV	-8,1	-58,1	-56,1	-56,1	-56,1	-48,1	-48,1	-48,1
Free Cashflow	-17,0	-59,1	-36,3	-24,3	-6,2	-5,7	6,2	16,9

SMC Schätzmodell

herigen Schätzung liegen. Das liegt zum einen an der Verschiebung von Erlösen aus dem Anlagenverkauf an SPVs, aber auch an der Überarbeitung der Annahmen bezüglich der Profitabilität der einzelnen Werke. Hier folgen wir den neuen Preisannahmen der Gesellschaft (siehe Abbildung auf der vorherigen Seite), die für Thermolyseöl nun einen Preis von 550 bis 750 Euro pro Tonne veranschlagt (alte Kalkulation: 400 Euro) und für rCB 1.200 bis 1.800 Euro pro Tonne (alt: 850 Euro). Daraus ergibt sich für jedes Werk mit drei Produktionslinien bei Investitionskosten von 50 Mio. Euro ein potenzieller Umsatz von 17,5 Mio. Euro und ein EBITDA von 10 Mio. Euro pro Jahr. Diese Zahlen sind, versehen mit einem Sicherheitsabschlag auf den mittleren Absatzpreis von 10 Prozent, die neue Basis unserer Kalkulation. Den Zielumsatz der Gesellschaft zum Ende des Detailprognosezeitraums sehen wir auf dieser Grundlage bei 115,5 Mio. Euro (bislang: 94,4 Mio. Euro) und die EBIT-Marge bei 42,4 Prozent (bislang: 45,3 Prozent). Die Margenreduktion resultiert daraus, dass mit den höheren Erlösen auch die Betriebskosten der Werke gestiegen sind. Das trotzdem optisch sehr hohe Margenniveau ist darauf zurückzuführen, 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 unverändert

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. Unverändert geblieben sind auch die Annahmen zum Diskontierungszins. Dieser basiert weiterhin auf Eigenkapitalkosten nach CAPM in Höhe von 10,0 Prozent (mit: sicherem Zins 2,5 Prozent, Marktrisiko prämie 5,8 Prozent und Betafaktor 1,3), einem FK-Zins von 5,5 Prozent, einer Zielkapitalstruktur mit 60 Prozent Fremdkapital und einem Steuersatz für das Tax-Shield von 33 Prozent, woraus sich durchschnittliche Kapitalkosten (WACC) von 6,2 Prozent ergeben.

Kursziel jetzt 58,00 Euro

Der von uns ermittelte faire Wert beträgt nun 226,2 Mio. Euro. Je Aktie entspricht das 57,94 Euro, wobei wir hierfür die hypothetisch voll verwässerte Aktienzahl von 3,9 Mio. Stück angesetzt haben (nach unterstellten Kapitalerhöhungen). Daraus leiten wir das neue Kursziel in Höhe von 58,00 Euro ab (eine Sensitivitätsanalyse zur Kurszielermittlung findet sich im

Anhang). 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

Pyrum liegt in der Geschäftsentwicklung etwas unter Plan, was auf Verzögerungen in verschiedenen Bereichen zurückzuführen ist. So wurde die Produktion durch Personalengpässe und Reklamationen bei neuen Anlagenkomponenten temporär gebremst, außerdem erreicht die rCB-Pelletherstellung immer noch nicht das gewünschte Volumen. Zudem dauern die Vorbereitungen für Projekte mit Dritten länger als geplant, so dass Einnahmen aus Consulting-Verträgen noch nicht vereinnahmt werden konnten.

Damit geht es langsamer voran als erhofft, dennoch gibt es große Fortschritte. Ab dem vierten Quartal dürften alle drei Produktionslinien plangemäß laufen, und die beiden neuen Linien sollen im Q1/25 auf ihre volle Nennleistung hochfahren. Auch die Pelletproduktion dürfte ab jetzt deutlich steigen und spätestens Ende nächsten Jahres die anvisierte Größenordnung erreichen. Zugleich wird an dem Ausbau der Kapazitäten gearbeitet: Während der Baubeginn beim nächsten eigenen Werk in Perl-Besch schon Ende des Jahres erfolgen soll, stehen bei zwei Projekten mit Partnern in den nächsten Monaten die finalen Investitionsentscheidungen an.

Auch absatzseitig hat die Gesellschaft einen wichtigen Meilenstein erreicht. Nachdem BASF als Abnehmer für das erzeugte Thermolyseöl bereitsteht – auch für ein Vielfaches dessen, was Pyrum bislang produzieren kann –, wurde im Juli ein Abnahmevertrag mit dem Reifenproduzent Continental abgeschlossen, der die rCB-Produktion von mindestens zwei Werken beziehen will.

Damit gibt es für alle wesentlichen Erzeugnisse Abnehmer zu attraktiven Konditionen, was die anstehenden Finanzierungsmaßnahmen für das weitere Wachstum erleichtern sollte. Das Unternehmen befindet sich dabei nach eigener Aussage in fortgeschrittenen Gesprächen.

Sobald die Finanzierung geklärt ist, sollte sich der Blick am Aktienmarkt stärker auf die Wachstumschancen der Gesellschaft richten, die wir als ausgesprochen gut einstufen. Nach einer Überarbeitung unseres Modells sehen wir den fairen Wert bei 58,00 Euro je Aktie (bislang: 59,60 Euro je Aktie) und damit weit über dem aktuellen Kurs. Auf dieser Basis bekräftigen wir unser Urteil „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.
- Große Pipeline möglicher Projekte mit namhaften Partnern.

Chancen

- Der starke Ausbau der eigenen Anlage in Dillingen wird für steigende Umsätze mit hohen Deckungsbeiträgen sorgen.
- Die Projekte mit Dritten sind zum Teil weit fortgeschritten, bald könnten erste Investitionsentscheidungen getroffen werden. Hier winken erhebliche Zusatzeinnahmen zur eigenen Produktion.
- Aufgrund des hohen Bedarfs für ein effizientes Altreifenrecycling könnte die Nachfrage nach ersten erfolgreichen Projekten stark zunehmen.
- Die Situation auf den von Pyrum adressierten Absatzmärkten ist aktuell sehr komfortabel. Vor allem bei Industrieruß ist der Bedarf für eine nachhaltige Versorgung aus europäischen Quellen sehr groß.
- 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 und im ersten Halbjahr 2024 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

- Zum Erhalt einer soliden Kapitalstruktur ist eine EK-Aufnahme nötig. Im aktuellen Börsenumfeld ist eine Platzierung nicht einfach und könnte misslingen.
- 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 „Altreifen“ 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	50,8	104,1	150,9	190,6	225,9	248,8	267,2	281,3
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	45,8	87,7	123,2	151,5	175,5	195,0	210,1	220,8
II. UV Summe	5,7	18,0	12,5	16,1	20,0	30,8	32,3	35,9	50,8
PASSIVA									
I. Eigenkapital	22,4	21,1	25,6	33,8	45,4	69,5	82,7	103,4	130,7
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	37,0	78,2	117,4	146,8	166,4	176,2	176,2	176,2
2. Kurzfristiges FK	7,3	7,5	9,5	12,3	14,6	16,6	17,6	18,6	19,8
BILANZSUMME	50,9	69,0	116,8	167,3	210,9	256,9	281,3	303,4	332,3

GUV-Prognose

Mio. Euro	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
Umsatzerlöse	1,1	2,0	14,0	39,8	56,5	80,3	81,1	99,5	115,5
Gesamtleistung	12,8	10,0	27,2	75,0	91,7	115,5	116,3	134,7	150,7
Rohertrag	1,4	0,2	11,4	34,6	48,7	69,9	68,1	83,9	97,3
EBITDA	-7,0	-9,0	-0,4	21,3	34,0	53,9	50,9	65,5	77,9
EBIT	-9,1	-11,4	-5,2	12,1	17,6	33,7	27,4	39,2	49,0
EBT	-9,5	-12,6	-6,8	8,7	12,3	26,9	19,8	31,0	40,9
JÜ (vor Ant. Dritter)	-9,5	-12,7	-6,9	8,2	11,6	24,1	13,2	20,7	27,3
JÜ	-9,5	-12,7	-6,9	8,2	11,6	24,1	13,2	20,7	27,3
EPS	-2,93	-3,24	-1,76	2,11	2,97	6,18	3,38	5,30	6,99

Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
CF operativ	-6,2	-11,5	-4,4	13,0	21,1	36,6	29,2	40,2	51,0
CF aus Investition	-11,7	-8,1	-58,1	-56,1	-56,1	-56,1	-48,1	-48,1	-48,1
CF Finanzierung	9,7	31,6	55,0	43,5	35,5	27,0	18,0	8,5	8,5
Liquidität Jahresanfa.	12,5	4,3	16,4	9,0	9,4	9,9	17,4	16,5	17,2
Liquidität Jahresende	4,3	16,4	9,0	9,4	9,9	17,4	16,5	17,2	28,5

Kennzahlen

Prozent	2023 Ist	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
Umsatzwachstum	16,8%	77,9%	588,1%	183,5%	42,0%	42,1%	1,0%	22,6%	16,1%
EBITDA-Marge	-614,5%	-439,2%	-2,9%	53,5%	60,2%	67,1%	62,8%	65,9%	67,5%
EBIT-Marge	-796,4%	-556,8%	-36,9%	30,5%	31,2%	42,0%	33,8%	39,4%	42,4%
EBT-Marge	-825,8%	-618,6%	-48,7%	21,9%	21,7%	33,5%	24,4%	31,2%	35,4%
Netto-Marge (n.A.D.)	-829,3%	-620,6%	-48,9%	20,6%	20,5%	30,0%	16,3%	20,8%	23,6%

Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
5,2%	120,68	100,23	84,62	72,32	62,36
5,7%	95,91	80,83	68,95	59,33	51,40
6,2%	77,20	65,71	57,94	48,76	42,33
6,7%	62,61	53,64	46,24	40,02	34,73
7,2%	50,97	43,81	37,81	32,69	28,29

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 08.10.2024 um 6:50 Uhr fertiggestellt und am 08.10.2024 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
08.07.2024	Speculative Buy	59,60 Euro	1), 3)
29.05.2024	Speculative Buy	59,00 Euro	1), 3), 4)
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)

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.