

5. Dezember 2024  
Research-Comment

# SMC Research

## Small and Mid Cap Research



**Mehrfacher Gewinner**  
renommierter  
Analyst Awards

# Pyrum Innovations AG

## Mehrere Projekte nähern sich der Realisierung

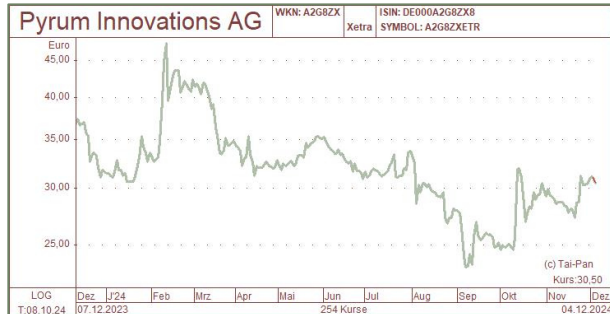
Urteil: Speculative Buy (unverändert) | Kurs: 30,30 € | Kursziel: 56,50 € (zuvor: 58,00 €)

**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 Geschäftsentwicklung



## Stammdaten

|                               |                    |
|-------------------------------|--------------------|
| <b>Sitz:</b>                  | Dillingen / Saar   |
| <b>Branche:</b>               | Recycling          |
| <b>Mitarbeiter:</b>           | 85                 |
| <b>Rechnungslegung:</b>       | HGB                |
| <b>Ticker:</b>                | PYR:GR             |
| <b>ISIN:</b>                  | DE000A2G8ZX8       |
| <b>Kurs:</b>                  | 30,30 Euro         |
| <b>Marktsegment:</b>          | Scale              |
| <b>Aktienzahl:</b>            | 3,62 Mio. Stück    |
| <b>Market Cap:</b>            | 109,7 Mio. Euro    |
| <b>Enterprise Value:</b>      | 129,3 Mio. Euro    |
| <b>Free-Float:</b>            | 54,6 %             |
| <b>Kurs Hoch/Tief (12 M):</b> | 50,00 / 23,00 Euro |
| <b>Ø Umsatz (12 M Xetra):</b> | 43,2 Tsd. Euro     |

| GJ-Ende: 31.12.    | 2023  | 2024e | 2025e  |
|--------------------|-------|-------|--------|
| Umsatz (Mio. Euro) | 1,1   | 2,0   | 12,9   |
| EBIT (Mio. Euro)   | -9,1  | -10,3 | -6,5   |
| Jahresüberschuss   | -9,5  | -11,6 | -7,9   |
| EpS                | -2,93 | -2,96 | -2,02  |
| Dividende je Aktie | 0,00  | 0,00  | 0,00   |
| Umsatzwachstum     | 16,8% | 77,9% | 532,2% |
| Gewinnwachstum     | -     | -     | -      |
| KUV                | 95,66 | 53,76 | 8,50   |
| KGV                | -     | -     | -      |
| KCF                | -     | -     | -      |
| EV / EBIT          | -     | -     | -      |
| Dividendenrendite  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%   |

## Inbetriebnahme vor dem Abschluss

Pyrum befindet sich mit dem Hochfahrprozess der beiden neuen Produktionslinien zwei und drei am Stammsitz in Dilling auf der Zielgeraden. Inzwischen laufen die Volllasttests für die neuen Linien und das Management geht davon aus, dass die Inbetriebnahme nach mehreren Verzögerungen bis zum ersten Quartal 2025 abgeschlossen werden kann. Die Verzögerungen resultieren u.a. aus Qualitätsmängeln bei Anlagenkomponenten, die gegenüber den Lieferanten reklamiert werden mussten. So konnten bislang beispielsweise erst drei der vorgesehenen fünf Turbinen für die Gasverstromung erfolgreich freigegeben werden, da bei den beiden anderen noch Mängel behoben werden müssen. Darüber hinaus ist im gesamten Testprozedere noch Bedarf für kleinere Optimierungsmaßnahmen aufgetaucht, was mehrere kleinere Unterbrechungen zur Folge hatte. Außerdem waren die Personalkapazitäten für den gleichzeitigen Betrieb von Linie eins und die Inbetriebnahme der neuen Linien etwas zu knapp, worauf die Gesellschaft mit einem weiteren Personalaufbau reagiert hat.

## Erlöse immer noch gering

Da die Produktion von Linie eins zeitweise unterbrochen werden musste, um die neuen Einheiten testen und hochfahren zu können, und die Erzeugung letzterer im Testbetrieb noch relativ gering war, ist die Output-Steigerung in den ersten neun Monaten gemessen am Potenzial vergleichsweise gering ausgefallen. Dazu beigetragen hat auch, dass die Produktion von rCB-Pellets (recovered Carbon Black) weiter deutlich unter den Zielwerten lag, da es noch technische Probleme bei der Maschine gab, die den produzierten Koks von Linie eins verarbeitet (zu hoher Ausschuss), wofür aber inzwischen eine Lösung gefunden wurde. In Summe wurde der Umsatz nur um 29 Prozent auf 1,1 Mio. Euro gesteigert. Darin noch nicht enthalten sind Leistungen im Rahmen von Consulting-Verträgen für Kundenanlagen, die zwar angezahlt und erbracht wurden, aber erst umsatzwirksam abgerechnet werden dürfen, wenn die Anlagen geneh-

ingt wurden (was noch nicht erfolgt ist). Diese Leistungen sind mit 308 Tsd. Euro in die Bestandserhöhungen eingeflossen, die sich somit auf 375 Tsd. Euro (Vorjahr: 52 Tsd. Euro) summierten. Zusammen mit den aktivierten Eigenleistungen, die sich wegen der zunehmenden Fertigstellung der neuen Linien von 9,8 Mio. Euro im Vorjahr auf 6,2 Mio. Euro reduziert haben, ergibt sich daraus eine Gesamtleistung von 7,7 Mio. Euro, gegenüber 10,7 Mio. Euro in der Referenzperiode 2023.

### Verlust ausgeweitet

Mit den geringeren Eigenleistungen zur Fertigstellung der Anlagen ist auch der dafür notwendige Materialbezug zurückgegangen, so dass sich der Materialaufwand von 9,6 auf 6,4 Mio. Euro reduziert hat (davon 5,4 Mio. Euro für die Eigenleistungen). Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen lagen hingegen mit 2,7 Mio. Euro in etwa auf Vorjahresniveau und der Personalaufwand hat mit dem Ausbau des Mitarbeiterstamms um 27 Prozent auf 4,8 Mio. Euro zugenommen. Per Saldo ist der EBITDA-Verlust, bei dank Investitionskostenzuschüssen höheren sonstigen betrieblichen Erträgen (von 0,5 auf 0,9 Mio. Euro), damit von -5,0 auf -5,4 Mio. Euro angewachsen. Nach Abzug der leicht gestiegenen Abschreibungen (von 1,6 auf 1,7 Mio. Euro) führt das zu einem EBIT von -7,1 Mio. Euro (Vorjahr: -6,6 Mio. Euro), während sich der Nettofehlbetrag mit dem aufgrund der ausgeweiteten Fremdfinanzierung gestiegenen Zinsaufwand (von 0,3 auf 0,9 Mio. Euro) binnen Jahresfrist von -6,9 auf -8,0 Mio. Euro erhöht hat.

### Kapitalerhöhung nach dem Stichtag

Die Cashflow-Rechnung spiegelt den angesichts der noch geringen Einnahmen defizitären Geschäftsbetrieb und die hohen Investitionen in die Produktionskapazitäten wider. So lag der Zahlungsmittelabfluss aus der operativen Geschäftstätigkeit in den ersten neun Monaten bei -4,2 Mio. Euro (Vorjahr: -4,4 Mio. Euro) und der Investitions-Cashflow belief sich auf -6,9 Mio. Euro (Vorjahr: -10,0 Mio. Euro). Das konnte durch den positiven Finanzierungs-Cashflow in Höhe von 12,9 Mio. Euro überkompensiert werden, der maßgeblich durch weitere Auszahlungen (14,3 Mio. Euro) des von BASF in 2023 gewährten

Darlehens geprägt wurde. Damit hat sich die Liquidität im bisherigen Jahresverlauf von 4,5 auf 6,3 Mio. Euro erhöht. Nach dem Quartalsstichtag hat sie noch einmal deutlich zugenommen, da die Gesellschaft im Rahmen einer Kapitalerhöhung im Oktober 363,6 Tsd. Aktien zu einem Preis von 27,50 Euro je Stück platziert und damit brutto rund 10 Mio. Euro eingenommen hat. Das wird sich auch entsprechend positiv auf das Eigenkapital im Schlussquartal auswirken, das in den ersten neun Monaten durch den Periodenverlust noch von 22,4 auf 14,4 Mio. Euro zurückgegangen war, womit sich die EK-Quote von 43,9 auf 24,9 Prozent reduziert hatte.

### Zahlreiche Projekte in Arbeit

Damit hat die Gesellschaft den finanziellen Spielraum, um die nächsten Schritte der Kapazitätserweiterung voranzutreiben. Das Unternehmen bereitet derzeit den Baubeginn für das zweite eigene Werk in Perl-Besch vor. Dieser war zunächst für Dezember erwartet worden, hat sich wegen etwas umfangreicherer Gutachten, die hierfür vorzulegen waren, nun aber auf das erste Quartal 2025 verschoben. Gleichzeitig wird intensiv an der Realisierung von Anlagen mit Partnern im Rahmen von Special Purpose Vehicles (SPVs) gearbeitet, an denen Pyrum üblicherweise eine Minderheitsbeteiligung erwirbt. Besonders weit fortgeschritten ist ein Projekt in Tschechien, für das im ersten Quartal 2025 die Genehmigungsunterlagen eingereicht werden sollen und 2025 die finale Investitionsentscheidung folgen könnte. Diese hängt für ein Werk in Griechenland noch von einem positiven Bescheid für einen Subventionsantrag ab, der sich ebenfalls verzögert hat, aber noch bis Ende 2024 erwartet wird. In einem ähnlich fortgeschrittenen Stadium wie die Projekte in Tschechien und Griechenland befinden sich darüber hinaus die Vorhaben mit SUEZ in UK sowie mit Remondis in Bremen.

### Neue Prognose seit September

Während die Produktion von Pyrum in den ersten neun Monaten noch von Verzögerungen geprägt war, läuft sie inzwischen weitgehend planmäßig. Die Ausfälle können aber im Gesamtjahr nicht mehr aufgeholt werden, daher hatte das Unternehmen im September die Prognose für den diesjährigen Produktum-

satz von 2,5 bis 3,5 Mio. Euro auf 1,7 bis 2,0 Mio. Euro und für die Einnahmen aus Consulting-Verträgen (auch hier gab es im Jahresverlauf Verzögerungen bei den SPV-Projekten) von 0,5 Mio. Euro auf eine Spanne von 0,2 bis 0,5 Mio. Euro abgesenkt. Ebenfalls etwas hinter dem Zeitplan befindet sich die Entwicklung des neuen Werks in Perl-Besch, weshalb der Prognosewert für die Gesamtleistung im laufenden Jahr auch reduziert wurde, wobei die Auswirkungen – 10 Mio. Euro statt 25 bis 30 Mio. Euro – hier sehr deutlich ausgefallen sind. Mit der Veröffentlichung des Neunmonatsberichts wurde dieser revidierte Ausblick bestätigt.

### Weitere Finanzierungsmaßnahmen

Um mehrere Projekte gleichzeitig vorantreiben zu können, hat Pyrum auch nach der abgeschlossenen Eigenkapitalmaßnahme zusätzlichen Finanzierungsbedarf. Hierfür wurde im letzten Jahr ein Darlehensvertrag mit BASF geschlossen, dessen erste Hälfte (25 Mio. Euro) bereits zu einem großen Teil abgerufen wurde. Für die zweite Hälfte muss Pyrum als Vorbedingung anderweitig weitere 50 Mio. Euro einwerben. Dabei kann es sich um Eigenkapital, Fremdkapital für die AG oder Projektfinanzierungen (von Partnern oder Banken für SPV-Projekte) handeln. Auf diese Summe wird die Kapitalerhöhung dementsprechend angerechnet. Das Unternehmen arbeitet derzeit mit Hochdruck an weiteren Maßnahmen, um das benötigte Kapital zügig sicherzustellen.

### Drei Projekte könnten bald starten

Trotz aller Verzögerungen kann Pyrum insgesamt deutliche Fortschritte verzeichnen. Die Produktion

der Reaktoren am Stammsitz in Dillingen dürfte im ersten Halbjahr 2025 in den Regelbetrieb wechseln und die rCB-Pelletproduktion wird mit der neuen Maschine für die Linien zwei und drei im Jahresverlauf stark ausgeweitet. Vorgesehen ist, dass die Mahl- und Pelletieranlage im ersten Quartal aufgebaut, ab April getestet und im zweiten Halbjahr sukzessive auf 80 Prozent Leistung hochgefahren wird. Damit würde der letzte Engpass in der Produktion entschärft. Zugleich wäre damit das Werkskonzept ausgetestet und bereit für eine Realisierung an weiteren Standorten. Der Bau der nächsten eigenen Anlage in Perl-Besch könnte bereits im ersten Quartal 2025 starten und für die Partnerprojekte in Griechenland und Tschechien steht die finale Investitionsentscheidung an.

### Aktualisierung der Schätzungen

Damit wird die Geschäftstätigkeit von Pyrum im nächsten Jahr stark an Fahrt gewinnen. Während wir für das laufende Jahr unverändert mit einem Umsatz von 2,0 Mio. Euro rechnen und unsere Schätzung zum EBIT-Verlust als Reaktion auf die Neunmonatszahlen von -11,4 auf -10,3 Mio. Euro angepasst haben, erwarten wir für 2025 einen Umsatzanstieg auf 12,9 Mio. Euro und ein EBIT von -6,5 Mio. Euro. Das liegt etwas unter den bisherigen Werten (Umsatz 14,0 Mio. Euro, EBIT -5,2 Mio. Euro), da wir die Einnahmen aus dem Pelletverkauf wegen der weiterhin geringeren Kapazität der bestehenden Mahl- und Pelletieranlage, deren Kapazität technisch nicht über 250 bis 300 kg/h ausgeweitet werden kann (ursprünglich waren 600 kg/h geplant) und der nötigen Anlagenhochlaufzeit der neuen größeren Anlage, deren Kapazität im finalen Status dann aber ausreichend

| Erlösmodell (Mio. Euro)                       | 2024       | 2025        | 2026        | 2027        | 2028        | 2029        | 2030        | 2031         |
|---|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| Umsatz Anlage Dillingen                       | 1,7        | 6,6         | 13,3        | 13,3        | 13,3        | 13,3        | 13,3        | 13,3         |
| <i>Weitere eigene Anlagen (Anzahl gesamt)</i> |            |             | 1           | 2           | 3           | 4           | 5           | 6            |
| Umsatz weitere Anlagen                        |            |             |             | 5,5         | 23,5        | 42,4        | 62,8        | 82,4         |
| <i>SPVs (Anzahl gesamt)</i>                   | 2          | 5           | 8           | 11          | 13          | 15          | 17          | 19           |
| Umsatz Anlagenverkauf/Consulting              | 0,3        | 6,3         | 24,3        | 24,3        | 24,3        | 12,2        | 12,2        | 12,2         |
| Sonst. Umsatz SPVs (u.a. Wartung)             |            |             | 0,6         | 1,5         | 2,4         | 3,3         | 3,9         | 4,5          |
| <i>Anlagen ohne SPV (Anzahl gesamt)</i>       |            |             |             | 1           | 2           | 3           | 4           | 5            |
| Umsatz Anlagen ohne SPV                       |            |             |             |             | 6,0         | 6,0         | 6,0         | 6,0          |
| <b>Gesamtumsatz</b>                           | <b>2,0</b> | <b>12,9</b> | <b>38,2</b> | <b>44,6</b> | <b>69,6</b> | <b>77,1</b> | <b>98,1</b> | <b>118,4</b> |
| <i>Schätzungen SMC-Research</i>               |            |             |             |             |             |             |             |              |

| Mio. Euro                         | 12 2024      | 12 2025      | 12 2026      | 12 2027      | 12 2028      | 12 2029      | 12 2030     | 12 2031     |
|-----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|
| Umsatzerlöse                      | 2,0          | 12,9         | 38,2         | 44,6         | 69,6         | 77,1         | 98,1        | 118,4       |
| Umsatzwachstum                    |              | 532,2%       | 196,5%       | 16,7%        | 55,9%        | 10,9%        | 27,2%       | 20,6%       |
| EBIT-Marge                        | -502,9%      | -50,3%       | 27,2%        | 12,9%        | 33,0%        | 30,4%        | 38,5%       | 43,8%       |
| <b>EBIT</b>                       | <b>-10,3</b> | <b>-6,5</b>  | <b>10,4</b>  | <b>5,8</b>   | <b>23,0</b>  | <b>23,4</b>  | <b>37,8</b> | <b>51,9</b> |
| 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          | 0,3          | 2,3          | 7,7          | 12,5        | 17,1        |
| <b>NOPAT</b>                      | <b>-10,3</b> | <b>-6,5</b>  | <b>9,9</b>   | <b>5,5</b>   | <b>20,7</b>  | <b>15,7</b>  | <b>25,3</b> | <b>34,7</b> |
| + Abschreibungen & Amortisation   | 2,4          | 4,9          | 9,3          | 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         |
| <b>Operativer Brutto Cashflow</b> | <b>-7,7</b>  | <b>-1,3</b>  | <b>19,5</b>  | <b>22,1</b>  | <b>41,8</b>  | <b>41,3</b>  | <b>55,3</b> | <b>69,2</b> |
| - Zunahme Net Working Capital     | 1,1          | -1,3         | -0,8         | -0,4         | -1,4         | -1,5         | -2,0        | -2,4        |
| - Investitionen AV                | -8,9         | -58,1        | -56,1        | -56,1        | -60,1        | -52,1        | -52,1       | -52,1       |
| <b>Free Cashflow</b>              | <b>-15,4</b> | <b>-60,7</b> | <b>-37,4</b> | <b>-34,4</b> | <b>-19,7</b> | <b>-12,3</b> | <b>1,3</b>  | <b>14,8</b> |

#### SMC Schätzmodell

hoch ist, etwas vorsichtiger taxiert haben. Auch danach gibt es Verschiebungen, insbesondere haben wir die ersten Einnahmen aus dem neuen Werk in Perl-Besch von 2026 auf 2027 verschoben. Die mittel- bis langfristigen Wachstumsperspektiven stufen wir hingegen etwas positiver ein, da das Unternehmen plant, ab 2027 in jedem Quartal ein neues Projekt zu starten und damit letztlich vier pro Jahr zu errichten. Wir hatten bislang nur mit drei Projekten pro Jahr gerechnet. Infolgedessen sind Zielumsatz und EBIT am Ende des Detailprognosezeitraums mit 118,4 Mio. Euro bzw. 51,9 Mio. Euro sogar höher als bislang (115,5 und 49,0 Mio. Euro). Die aus unseren Annahmen resultierende Entwicklung der wichtigsten Erlös- und Cashflow-Kennzahlen im Zeitraum bis 2031 zeigen die beiden Tabellen auf der letzten und auf dieser Seite, weitere Details zu Bilanz, GuV und Cashflow-Rechnung enthält der Anhang.

### Kursziel jetzt 56,50 Euro

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. Ebenfalls unverändert bleibt der Diskontierungszinssatz (WACC) von 6,2 Prozent. Aus der An-

passung des Modells resultiert ein neuer fairer Wert von 220,7 Mio. Euro oder 56,55 Euro je Aktie (hypothetisch voll verwässert mit 3,9 Mio. Aktien). Daraus leiten wir 56,50 Euro als neues Kursziel ab (eine Sensitivitätsanalyse zum Kursziel findet sich im Anhang). Die einkalkulierten weiteren Verzögerungen haben trotz einer unterstellten höheren Expansionsdynamik in der zweiten Hälfte des Detailprognosezeitraums damit eine moderate Reduktion des Kursziels (bisher: 58,00 Euro) bedingt. Das Prognoserisiko unserer Schätzungen stufen wir auf einer Skala von 1 (niedrig) bis 6 (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 kämpft nach wie vor mit Verzögerungen – sowohl beim Hochfahren der eigenen Produktion als auch bei der Realisierung des nächsten eigenen Werks in Perl-Besch sowie in der Umsetzung von Projekten mit Partnern. Das ist angesichts des hohen Innovationsgrades und der vielfältigen zu bewältigenden Herausforderungen, die mit der ambitionierten Expansi-

onsstrategie einhergehen, aber auch nicht ungewöhnlich.

In Summe kommt das Unternehmen in allen zentralen Bereichen gut voran: Die neuen Reaktoren am Stammsitz in Dillingen wechseln im ersten Halbjahr 2025 in den Regelbetrieb, die rCB-Pelletproduktion wird nach der Installation einer neuen Mahl- und Pelletieranlage im zweiten Halbjahr deutlich ausgeweitet, das Werk in Perl-Besch steht vor dem Baustart und zwei Projekte mit Partnern vor der finalen Investitionsentscheidung. Diese Fortschritte werden sich zunehmend in den Zahlen zeigen.

Die derzeit wichtigste Aufgabe ist die Sicherung der Finanzierung der weiteren Expansion. Mit der Platzierung einer Kapitalerhöhung im Oktober ist hier

schon der nächste wichtige Schritt gelungen. Weitere größere Maßnahmen werden derzeit geprüft und ausgearbeitet, um ausreichend finanziellen Spielraum zu haben, um mehrere Projekte gleichzeitig vorantreiben zu können.

Wir sind diesbezüglich zuversichtlich und trauen dem Unternehmen in den nächsten Jahren weiterhin eine rasante Geschäftsentwicklung zu. Zwar hat die Berücksichtigung der Verzögerungen den von uns ermittelten fairen Wert leicht, von 58,00 auf 56,50 Euro, reduziert, dieser bietet damit aber unverändert ein sehr hohes Aufwärtspotenzial. Dementsprechend sehen wir die großen Wachstumschancen des Unternehmens an der Börse derzeit nicht adäquat eingepreist und bekräftigen 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, Continental und Ralf Bohle („Schwalbe“) sind Aktionäre und enge Kooperationspartner.
- Der Gründer führt 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 in den ersten neun Monaten von 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

- Die Finanzierung der großen Expansionspläne ist noch nicht gesichert. Insbesondere die Bankfinanzierung neuer Anlagen ist aufgrund der noch begrenzten Datenbasis eine anspruchsvolle Aufgabe und wird aufgrund der Zinsentwicklung auch teurer.
- Wegen Preissteigerungen bei Anlagenkomponenten hat sich die nötige Investitionssumme deutlich erhöht (die potenziellen Erlöse sind aber auch gestiegen).
- Ein deutlicher Rückgang der Rohstoffpreise könnte die Einnahmen schmälern (es wurden allerdings Mindestpreise für die wichtigsten Produkte 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        |
|---------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>AKTIVA</b>       |             |             |              |              |              |              |              |              |              |
| I. AV Summe         | 45,1        | 51,6        | 104,7        | 151,4        | 191,1        | 230,4        | 257,2        | 279,7        | 297,8        |
| 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        | 46,6        | 88,3         | 123,7        | 152,0        | 175,9        | 195,5        | 210,6        | 221,3        |
| II. UV Summe        | 5,7         | 14,7        | 8,6          | 12,0         | 15,3         | 21,9         | 26,1         | 23,9         | 35,7         |
| <b>PASSIVA</b>      |             |             |              |              |              |              |              |              |              |
| I. Eigenkapital     | 22,4        | 22,2        | 25,7         | 32,5         | 33,0         | 47,1         | 57,0         | 75,9         | 104,1        |
| 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        | 32,0        | 72,9         | 111,9        | 150,9        | 180,1        | 199,6        | 199,6        | 199,6        |
| 2. Kurzfristiges FK | 7,3         | 9,0         | 11,3         | 15,4         | 18,7         | 20,9         | 22,2         | 23,2         | 24,3         |
| <b>BILANZSUMME</b>  | <b>50,9</b> | <b>66,6</b> | <b>113,6</b> | <b>163,7</b> | <b>206,7</b> | <b>252,5</b> | <b>283,6</b> | <b>303,8</b> | <b>333,7</b> |

## GUV-Prognose

| Mio. Euro             | 2023 Ist | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e | 2029e | 2030e | 2031e |
|-----------------------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Umsatzerlöse          | 1,1      | 2,0   | 12,9  | 38,2  | 44,6  | 69,6  | 77,1  | 98,1  | 118,4 |
| Gesamtleistung        | 12,8     | 10,2  | 26,1  | 73,4  | 79,8  | 104,8 | 112,3 | 133,3 | 153,6 |
| Rohhertrag            | 1,4      | 1,3   | 10,3  | 33,0  | 36,8  | 59,2  | 64,1  | 82,5  | 100,2 |
| EBITDA                | -7,0     | -7,9  | -1,6  | 19,7  | 22,1  | 43,2  | 46,9  | 64,2  | 80,8  |
| EBIT                  | -9,1     | -10,3 | -6,5  | 10,4  | 5,8   | 23,0  | 23,4  | 37,8  | 51,9  |
| EBT                   | -9,5     | -11,5 | -7,8  | 7,2   | 0,6   | 15,8  | 14,9  | 28,3  | 42,2  |
| JÜ (vor Ant. Dritter) | -9,5     | -11,6 | -7,9  | 6,8   | 0,5   | 14,2  | 9,9   | 18,9  | 28,2  |
| JÜ                    | -9,5     | -11,6 | -7,9  | 6,8   | 0,5   | 14,2  | 9,9   | 18,9  | 28,2  |
| EPS                   | -2,93    | -2,96 | -2,02 | 1,74  | 0,12  | 3,63  | 2,54  | 4,83  | 7,22  |



## Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

### Cashflow-Prognose

| Mio. Euro              | 2023 Ist | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e | 2029e | 2030e | 2031e |
|------------------------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| CF operativ            | -6,2     | -6,6  | -2,7  | 18,8  | 21,9  | 41,1  | 42,6  | 56,6  | 70,0  |
| CF aus Investition     | -11,7    | -8,9  | -58,1 | -56,1 | -56,1 | -60,1 | -52,1 | -52,1 | -52,1 |
| CF Finanzierung        | 9,7      | 24,1  | 52,0  | 36,8  | 34,8  | 22,8  | 11,3  | -9,7  | -9,7  |
| Liquidität Jahresanfa. | 12,5     | 4,3   | 13,0  | 4,3   | 3,8   | 4,5   | 8,3   | 10,1  | 5,0   |
| Liquidität Jahresende  | 4,3      | 13,0  | 4,3   | 3,8   | 4,5   | 8,3   | 10,1  | 5,0   | 13,2  |

### Kennzahlen

| Prozent              | 2023 Ist | 2024e   | 2025e  | 2026e  | 2027e | 2028e | 2029e | 2030e | 2031e |
|----------------------|----------|---------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Umsatzwachstum       | 16,8%    | 77,9%   | 532,2% | 196,5% | 16,7% | 55,9% | 10,9% | 27,2% | 20,6% |
| EBITDA-Marge         | -614,5%  | -385,2% | -12,0% | 51,6%  | 49,6% | 62,1% | 60,8% | 65,4% | 68,2% |
| EBIT-Marge           | -796,4%  | -502,9% | -50,3% | 27,2%  | 12,9% | 33,0% | 30,4% | 38,5% | 43,8% |
| EBT-Marge            | -825,8%  | -564,7% | -60,7% | 18,8%  | 1,3%  | 22,7% | 19,3% | 28,8% | 35,7% |
| Netto-Marge (n.A.D.) | -829,3%  | -566,7% | -61,0% | 17,8%  | 1,1%  | 20,4% | 12,8% | 19,2% | 23,8% |

## Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

| WACC | Ewiges Cashflow-Wachstum |        |       |       |       |
|------|--------------------------|--------|-------|-------|-------|
|      | 2,0%                     | 1,5%   | 1,0%  | 0,5%  | 0,0%  |
| 5,2% | 124,23                   | 102,40 | 85,73 | 72,59 | 61,97 |
| 5,7% | 98,02                    | 81,91  | 69,21 | 58,94 | 50,46 |
| 6,2% | 78,24                    | 65,96  | 56,55 | 47,83 | 40,95 |
| 6,7% | 62,84                    | 53,24  | 45,31 | 38,66 | 33,00 |
| 7,2% | 50,56                    | 42,90  | 36,46 | 30,99 | 26,27 |

# Impressum & Disclaimer

---

## Impressum

### *Herausgeber*

sc-consult GmbH

Alter Steinweg 46

48143 Münster

Internet: [www.sc-consult.com](http://www.sc-consult.com)

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

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

E-Mail: [kontakt@sc-consult.com](mailto:kontakt@sc-consult.com)

### *Verantwortlicher Analyst*

Dipl.-Kfm. Holger Steffen

### *Charts*

Die Charts wurden mittels Tai-Pan ([www.lp-software.de](http://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 5.12.2024 um 7:00 Uhr fertiggestellt und am 5.12.2024 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 |
|------------|------------------|------------|---------------------|
| 08.10.2024 | Speculative Buy  | 58,00 Euro | 1), 3), 4)          |
| 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)              |

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: zwei Updates und zwei 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.