

Company Report

Datum der Veröffentlichung: 16.09.2011

Recyc Commodities SE Recycling

[> Click here for Disclaimer](#)

Eine Edelmetallmine auf Rädern

Rating (12M):

Spekulativ Kaufen seit: 16.09.2011

Letzte Ratingänderung: Erstanalyse

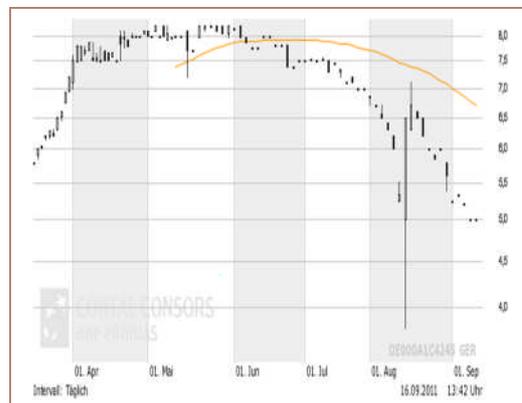
Kursziel: 10,21€

seit: 16.09.2011

Kurs (16.09.2011, 10:03 FSE): **5,00€**

Hoch/Tief seit Listing: € 8,20 / 3,00

Nächstes Research: unbestimmt



Quelle: www.cortalconsors.de

Analyst: Karsten Siebert, CEFA
- Finanzanalyst -

Telefon: (+49) (0) 621 / 43061-30

Email: karsten.siebert@midas-research.de

Zahlen je Aktie in €

	2010est.	2011e	2012e
EPS	0,41	0,52	0,77
KGV	12,2	9,6	6,5
CashFlow	0,56	0,73	1,04
KCV	8,9	6,8	4,8
Dividende	0,00	0,00	0,00
Rendite	n.a.	n.a.	n.a.
Buchwert	0,43	0,95	1,71
Cash	0,61	1,34	2,38

Geschäftsjahr per 31.12.
Konzernergebnis von MIDAS Research approximiert

Basis Informationen

Anzahl Aktien in Mio.:	1,40
Börsenwert in Mio. €:	7,00
Streubesitz:	20 %
Reuters Symbol:	PCVG.DE
XETRA Symbol:	PCV.ETR
WKN:	A1C424
ISIN:	DE0000A1C4245
Hauptindex:	Open Market
Tagesumsatz Ø 30 Tage:	21.492 €
Tagesumsatz Ø 250 Tage:	n.a.
Info:	www.recyc.info

Die *Recyc Commodities SE* hat sich auf das Edelmetallrecycling spezialisiert. Alte Katalysatoren enthalten die Platin-Gruppen-Metalle (PGM) *Platin*, *Palladium* und *Rhodium* und stellen ein zunehmend wichtigeres Wirtschaftsgut dar. Sie können zukünftig einen wesentlichen Bestandteil der Nachfrage nach diesen Edelmetallen aus Industrie und Wirtschaft decken. Das *Recycling* ergänzt somit die Minenförderung dieser Edelmetalle, stellt aber eine wesentlich umweltverträglichere Variante dar und dürfte in Zukunft weiter an Bedeutung gewinnen. Der Vergleich mit einer *Edelmetallmine auf Rädern* ist durchaus zutreffend.

Die Frage, wie man sich die Rechte an dieser „Mine auf Rädern“ sichern kann, beantwortet man bei Recyc, in dem man das Geschäft professionalisieren und die Wertschöpfungskette im Recyclingprozess weitgehend selbst abbilden will. Insbesondere spielt bei dieser Strategie der Ausbau von Sammelstellen eine zentrale Rolle, über die man Einkaufsmacht erlangen möchte. Denn nur wer an der Basis genügend *Katalysatoren* „einsammeln“ kann, hat genug Material,

Company Report

um Prozesse über entsprechende Massenvorteile besser strukturieren zu können. Das Geschäftsmodell von Recyc realisiert auf mehreren Ebenen Optimierungsmöglichkeiten gegenüber teilweise schlecht abgestimmten Strukturen, wie sie gegenwärtig noch im Recyclingprozess der meisten recht kleinen Unternehmen vorherrschen.

Als weitere „Chance“, insbesondere für den rohstoffaffinen Anleger, baut Recyc seine Rhodium-Bestände aus und setzt somit auf den bislang ausgeblieben Wertanstieg des Edelmetalls Rhodium, der im Gegensatz zu Platin und Palladium noch nicht erfolgt ist. Die Aktie von Recyc ist somit besonders für den Anleger geeignet, der auf weiter steigende bzw. hohe Edelmetallpreise setzt und daran partizipieren möchte, aber das bereits hohe Niveau einiger schon gut gelaufener Metalle (Gold, Silber, Platin etc.) für den Einstieg scheut.

Kurzbeschreibung

Recycling gewinnt parallel zum steigenden Bedarf an Rohstoffen weiter an **Bedeutung**, der durch die wirtschaftliche Entwicklung und insbesondere das starke Wachstum von Schwellenländern wie China genährt wird. Damit einher geht eine zunehmende **Spekulation an den Rohstoffmärkten**, die die Preise zusätzlich anziehen lässt. Was liegt also näher als die Ressourcen, die tagtäglich *auf unseren Straßen rollen*, nach ihrer Nutzung wieder zu recyceln?

Die *Recyc Commodities SE* will in diesen Zukunftsmarkt investieren und dabei effiziente Strukturen schaffen. Bislang gibt es in der **Branche** neben wenigen Großkonzernen eine Vielzahl kleiner Player, die aber oftmals unterfinanziert sind und ihr Geschäft daher nicht optimal entwickeln können. Die Recyc Commodities SE will deshalb gut positionierte Recyclingunternehmen bzw. Sammelstellen, die sich in der Früh- und Expansionsphase befinden, finanzieren und unterstützen. Mit *Herrn Bosmediano* an der Spitze verfügt die Recyc Commodities SE über einen erfahrenen Finanzmarktstrategen, der als geschäftsführender Direktor und Verwaltungsrat agiert.

Unterhalb der Recyc Commodities SE ist die *Provaluta AG* angehängt, an der Recyc 83 % hält. Über diese Gesellschaft werden weitere operative Beteiligungen gemanaged, wobei die Provaluta insbesondere die Finanzierung regelt und Sicherungsgeschäfte für die PMG-Metalle vornimmt. In der Regel beschränkt man sich auf einen 50-Prozent-Anteil, um die bisherigen Eigentümer weiter geschäftlich und finanziell an das Unternehmen zu binden und deren Engagement auch langfristig zu sichern. Derzeit hält die Provaluta AG **Beteiligungen** an der *MWF Metall Recycling GmbH*, dem neu gegründeten *Joint Venture HanseKat Recycling GmbH* sowie dem Edelmetallhändler *Süddeutsche Edelmetallkontor GmbH*.

Die Provaluta hat mittlerweile aus der Produktion der letzten Monate einen ersten **Rhodium-Bestand aufgebaut**, mit dem man bereits auf ein Anziehen des Preises dieses Edelmetalls setzt. Desweiteren ist die **Auflage eines Open End Rhodium Zertifikats** über ein befreundetes Unternehmen in Planung.

Die **Aktien** der Recyc Commodities SE sind **im Freiverkehr notiert**. Mit der jüngsten Kapitalerhöhung wurde das Grundkapital um 1,1 Mio. Euro auf EUR 1,4 Mio. mit entsprechender Aktienzahl erhöht. Um die weiteren Wachstumschancen nutzen zu können, die der Markt derzeit

Company Report

bietet, sind jedoch **zusätzliche finanzielle Mittel notwendig**. Wir gehen somit von weiteren Kapitalerhöhungen aus, die u.a. dafür gedacht sind, die Tätigkeit im Ausland mit **Ländersammelstellen** in Spanien, Holland etc. mit der notwendigen **Anschubfinanzierung** auszustatten.

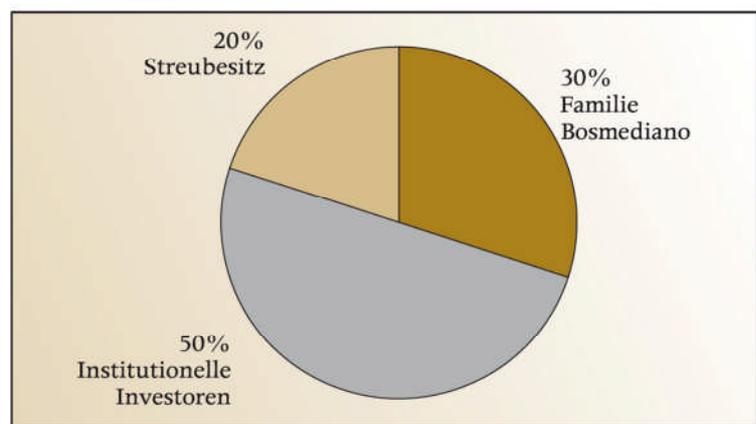
Aktionärsstruktur

Die **Aktionärsstruktur** der Recyc Commodities SE stellt sich derzeit folgendermaßen dar:

Mit rund **30 %** hält die **Familie von Herrn Paúl Bosmediano**, der geschäftsführender Direktor der Recyc SE ist, einen wesentlichen Anteil am Unternehmen.

Die *Tophedge AG*, eine Beteiligungsgesellschaft aus dem Einflussbereich von Herrn Bosmediano, hält ebenfalls einen direkten Anteil an der Recyc SE, ist daneben zur Absicherung gegebener Finanzierungen aber auch direkt an der Recyc-Tochter *Provaluta AG* beteiligt.

Aktionärsstruktur Recyc Commodities SE Stand Mai 2011 (1.400.00 Aktien)



MIDAS Research August 2011 - Quelle: Recyc Commodities SE

Daneben sind vor allem **institutionelle Investoren** mit rund 50 % bei der Recyc engagiert. So meldete die *Palladium FZ-LLC, Vereinigte Arabische Emirate*, Ende März 2011, dass ihr Aktienanteil am Grundkapital der Recyc SE die Grenze von 25% überschritten hat. Hinter der *Palladium FZ-LLC* stehen Finanzinvestoren mit großem Interesse im Bereich Rohstoffe.

Der **Streubesitz liegt bei rund 20 %** an diesem noch recht marktengen Wert.

Verwaltungsrat

Die *Recyc Commodities SE* ist eine **Europäische Aktiengesellschaft (SE)** und hat eine entsprechende Führungsstruktur. Beim hier angewandten *monistischen* System ist das **zentrale Führungsorgan** der **Verwaltungsrat**. Dieser leitet die Gesellschaft, bestimmt die Grundlinien ihrer Tätigkeit und überwacht deren Umsetzung (§ 22 Abs. 1 SEAG). Der Verwaltungsrat ist institutionell nicht von der Überwachung getrennt und ist demnach Geschäftsführungs- und Überwachungsorgan in einem. Dieser **Doppelfunktion** entsprechend hat er grundsätzlich alle Rechte und Pflichten, die bei der AG sonst Vorstand und Aufsichtsrat haben (§ 22 Abs. 6 SEAG). Das Tagesgeschäft wird von einem gesonderten Gremium, den geschäftsführenden Direktoren, wahrgenommen. Der Verwaltungsrat ist verpflichtet, mindestens einen geschäftsführenden Direktor zu bestellen (§ 40 Abs. 2 Satz 1 SEAG). Diese Funktion hat Herr *Paúl Bosmediano* bei der *Recyc Commodities SE* inne.

Company Report

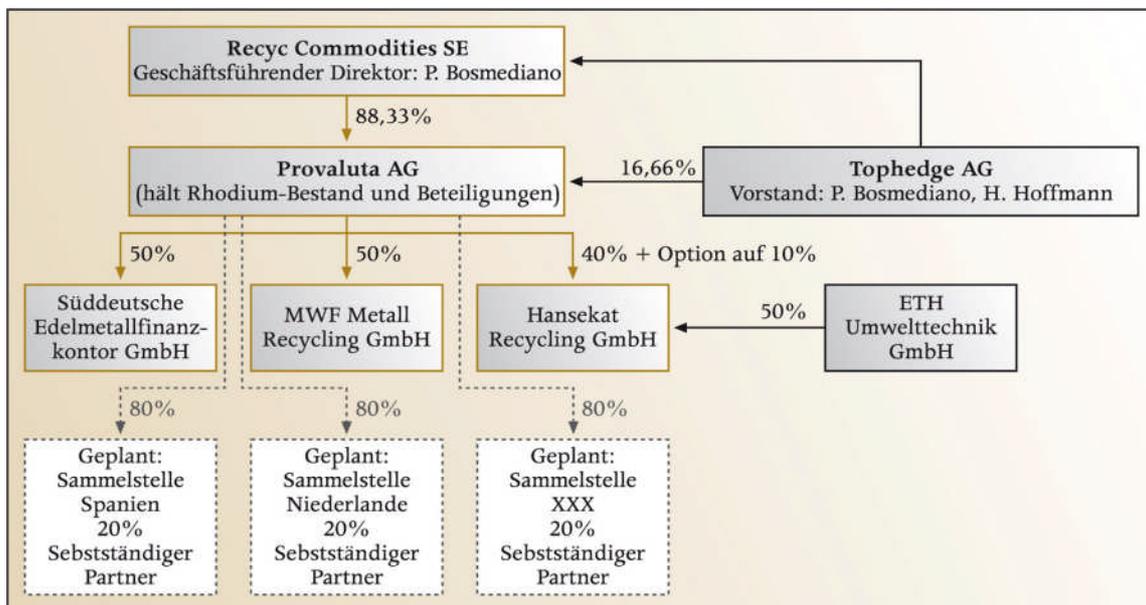
Paúl Bosmediano (*Geschäftsführender Direktor u. Verwaltungsratsvorsitzender*)

Der Volkswirtschaftler *Paúl Bosmediano* (43) ist seit mehr als 18 Jahren am deutschen Finanzmarkt tätig und hat sich dabei auf die Verwaltung von Kapitalanlagen spezialisiert. Bereits seit 11 Jahren leitet er als **Geschäftsführer** eine **Vermögensverwaltung**. Zuvor hat er ab 1998 als Berater und **Fondsmanger** für die Investmentgesellschaft *Franken Invest International Luxemburg* und später für die *LRI Landesbank Rheinland-Pfalz Gruppe* gearbeitet. Zudem bekleidete er Aufsichtsratsfunktionen bei börsennotierten und nicht börsennotierten Unternehmen mit dem Aufgabenfeld der Umstrukturierung und Kapitalisierung der Unternehmen. Diese Kenntnisse dürften ihm nun insbesondere beim Aufbau und der Finanzierung der Recyc SE zugutekommen.

Unternehmensstruktur

Die Recyc Commodities Gruppe ist damit befasst, **effiziente Strukturen für das Edelmetallrecycling**, insbesondere für das Recycling von Alt-Katalysatoren, die heute nahezu in jedem Automobil enthalten sind, aufzubauen. Die gegenwärtige Unternehmensstruktur ist wesentlich **durch die Finanzierungsbelange der Gruppe geprägt**. Ein Kernthema war es, die Tochterunternehmen mit ausreichend finanziellen Mitteln auszustatten, was bis zuletzt vor allem über **Darlehenskonstruktionen** geregelt wurde.

Unternehmensstruktur



MIDAS Research August 2011 - Quelle: Recyc Commodities SE

Die Recyc Commodities SE hat bei ihrer jüngsten **Kapitalerhöhung** das Grundkapital von EUR 300.000 um EUR 1.100.000 auf EUR 1.400.000 mit entsprechender Aktienzahl erhöht. Dabei sind dem Unternehmen rund EUR 1,1 Mio. brutto zugeflossen. Die finanziellen Mittel wurden in die Beteiligungen investiert. Eine weitere Kapitalerhöhung um 228.000 Aktien zu einem Bezugspreis von EUR 5,00 ist in Vorbereitung.

Company Report

Der derzeit absehbare weitere Finanzbedarf von bis zu EUR 5 Mio. soll fremdfinanziert werden. Als Geldgeber stehen u.a. die *Tophedge AG* und weitere Unternehmen sowie ggf. Banken zur Verfügung.

Zur Finanzierung der *Provaluta AG* ist bereits ein **Gesellschafterdarlehn der Tophedge AG** in Höhe von EUR 2,2 Mio. geflossen, das mit 12 % verzinst wird.

Beim **Joint Venture Hansekat Recycling GmbH**, an dem die Recyc SE respektive die Provaluta eine verbindliche Kaufoption von 10 % noch ausüben wird, sind bereits Investitionskosten von EUR 600.000 u.a. für eine hochmoderne Anlage zum Trennen und Mahlen von gebrauchten Fahrzeugkatalysatoren angefallen. Die Kosten wurden von den Gesellschaftern Recyc/Provaluta und *ETH Umwelttechnik GmbH* getragen.

Grundlagen des Katalysatoren-Recycling

Die katalytischen Eigenschaften von *Platin (Pt)*, *Palladium (Pd)* und *Rhodium (Rh)* haben - eingebaut in Katalysatoren - eine **Schlüsselfunktion für die Abgasreinigung von Kraftfahrzeugen**. Seit Mitte der 1990er Jahre stieg die Nachfrage nach diesen Platingruppenmetallen (PGM) deutlich an. Vor allem die Automobilindustrie stellt bislang mit rund 40 % das größte Nachfragesegment dar. Im Zeitraum zwischen 1980 und 2007 wurden weltweit rund 3.800 t PGM für Automobilkatalysatoren eingesetzt, wovon rund 1.780 t auf Palladium, 1.640 t auf Platin und 360 t auf Rhodium entfielen. Demgegenüber stand eine Primärproduktion von fast 8.500 t. (vgl. *Hagelüken, Recycling von Autoabgaskatalysatoren 2008*). 85 % der PGM-Produktion entfallen dabei auf Minen in Südafrika und Russland.

Die **weltweite Minenproduktion** beläuft sich nach letzten verfügbaren Zahlen auf rund 220 t Palladium, 200 t Platin und 23 t Rhodium jährlich. Zum Vergleich: An Gold werden 2.500 t und an Silber 20.000 t p.a. produziert (vgl. *Hagelüken, VDI Wissensforum: Edelmetalle im Katalysator 11.12.2008*). Ein Großteil der verbauten PGM-Materialien befindet sich noch im Einsatz in Katalysatoren, so dass geschätzt ca. das 4,5-fache die jährliche PGM-Primärproduktion als „rollende Platinmine“ sich auf den Straßen befindet. Der **Recyclingprozess** stellt somit eine **wichtige Versorgungsquelle** für die Zukunft dar. Kumulativ konnten von 1980 bis 2004 ca. 10 % der für Autokatalysatoren eingesetzten PGM-Mengen aus dem Recycling gedeckt werden (vgl. *Der Kreislauf der Platinmetalle; Hagelüken et al.*). Mit steigender Tendenz, denn zuletzt wurden weltweit bereits rund 21 % des PGM-Bruttobedarfs für Autokatalysatoren aus dem Recycling bereitgestellt.

Recycling von Katalysatoren ist sowohl **ökologisch** als auch **ökonomisch sinnvoll**. Um 1 kg PGM zu erhalten, muss man 150 t PGM-Erz aus bis zu 2.000 m Tiefe fördern, während man nur 2 t Kat-Konverter bzw. 0,5 t Kat-Keramik bei Durchschnittsanteilen von 0,12 % *Pt*, 0,07 % *Pd* und 0,015 % *Rd* recyceln muss. Die **Kosten** für Entmantelung, Transport, Versicherung und Lagerung sowie das PGM-Refining werden auf ca. EUR 3.500 pro kg geschätzt, während der Wert der Charge in den Anfängen der Recycling-Industrie bei rund EUR 15.000 lag (Wertbasis 2004: *Pt* ca. 20.000 €/kg; *Pd* ca. 4.500 €/kg; *Rh* ca. 31.000 €/kg). Setzt man die heutigen *Heraeus*-Preise an, hätte die Charge einen Wert von über EUR 32.000. Die Ankaufspreise an den Sammelstellen haben zwar auch entsprechend zugelegt, dennoch lässt sich im Recycling u.E. eine solide **Marge** erzielen, wenn man die Prozesse effizient gestaltet.

Company Report

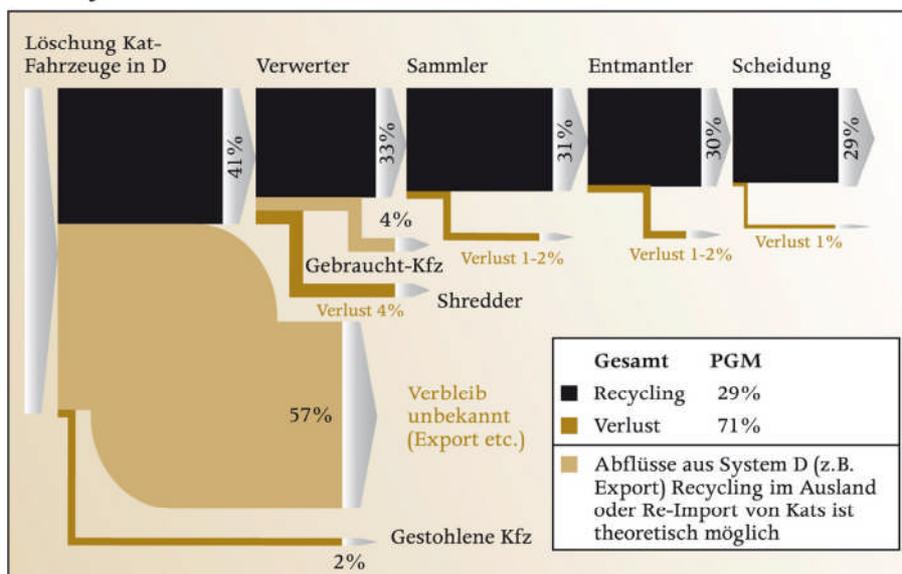
Durchschnittlicher PGM-Gehalt und Wert von 500kg Katalysatorkeramik

Durchschnittskat	enthält		Preis €/kg 2004	VK-Wert 2004	Heraeus Ankauf-Preis €/kg 2011	VK-Wert 2011
Keramik	500 kg	100%				
Platin	0,600 kg	0,120%	20.000 €/kg	12.000,00 €	38.680 €/kg	23.208,00 €
Palladium	0,350 kg	0,070%	4.500 €/kg	1.575,00 €	16.200 €/kg	5.670,00 €
Rhodium	0,075 kg	0,015%	31.000 €/kg	2.325,00 €	45.930 €/kg	3.444,75 €
				15.900,00 €		32.322,75 €

MIDAS Research August 2011 - Quelle: Hagelüken et al.; Heraeus

Die Zahl der Katalysatoren, die dem Recycling zugeführt werden, sollte weiter ansteigen, da die letzten Fahrzeuge, die noch ohne Katalysator zugelassen wurden, nun sukzessive still gelegt werden. Die **Kat-Recyclingquote** erscheint dabei in **Deutschland** auf den ersten Blick mit knapp 30 % verhältnismäßig niedrig; ein Großteil der Fahrzeuge geht jedoch auf dem Wege des **Altauto-Exports** in Länder Osteuropas oder Afrikas ohne Recycling-Strukturen bzw. mit einem wenig ausgeprägten Umweltbewusstsein, so dass sie für das Recycling oftmals verloren sind. Zudem kommt es in diesen Ländern durch mangelnde Wartung der Katalysatoren und schlechte Straßenverhältnissen (Fehlzündungen, Stoßbelastungen und schlechte Aufhängung der Kats) zum Austrag PGM-haltiger Keramik und somit zu einem **realen Verlust**. Ein Recycling am Ende der Lebensperiode ist damit unwahrscheinlich. Da Kats ohne entsprechende Wartung ihre Wirkung einbüßen, ist es unter Umständen sogar ökonomisch und ökologisch sinnvoller, Katalysatoren vor dem Export in entsprechende Länder auszubauen. Steigende PGM-Preise dürften diesen Trend verstärken.

PGM-Fluss und PGM-Verlustverteilung für Altauto-Katalysatoren in Deutschland



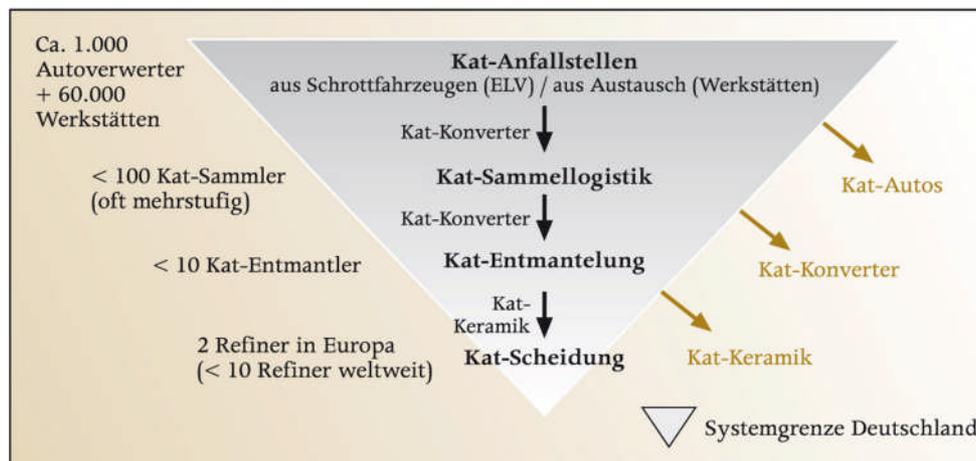
MIDAS Research August 2011 – Quelle: Hagelüken et. al.

Company Report

Der **globale Markt für Alt-Katalysatoren** sollte auch langfristig ergiebig bleiben. Laut der *Ward's Automotive Group* waren 2009 weltweit 965,3 Mio. Fahrzeuge zugelassen und damit 38,6 % mehr als 1999 mit 696,4 Mio. Fahrzeugen. Bis 2015 rechnet der Branchendienst *R.L. Polk Germany GmbH* mit einem Fahrzeugbestand von 1,124 Mrd., wobei 33 % auf Europa, 33 % auf die USA und 25 % auf Asien sowie 9 % auf übrige Regionen entfallen sollen.

Deutschland hatte laut *Statistischen Bundesamtes* 2010 einen Personenkraftwagenbestand von 50,18 Mio. Vom den ca. 3 Mio. stillgelegten Fahrzeugen (Zahlen für 2008) wurden 1,5 Mio. in andere EU-Staaten und 240.000 in nicht EU-Staaten exportiert; lediglich 420.000 Fahrzeuge wurden endgültig in Deutschland verwertet und standen somit für eine mögliche Kat-Verwertung zur Verfügung.

Akteurskette beim Recycling von Autokatalysatoren und Marktverhältnisse Deutschland



Quelle: Der Kreislauf der Platinmetalle - Recycling von Katalysatoren Hagelüken et. al.

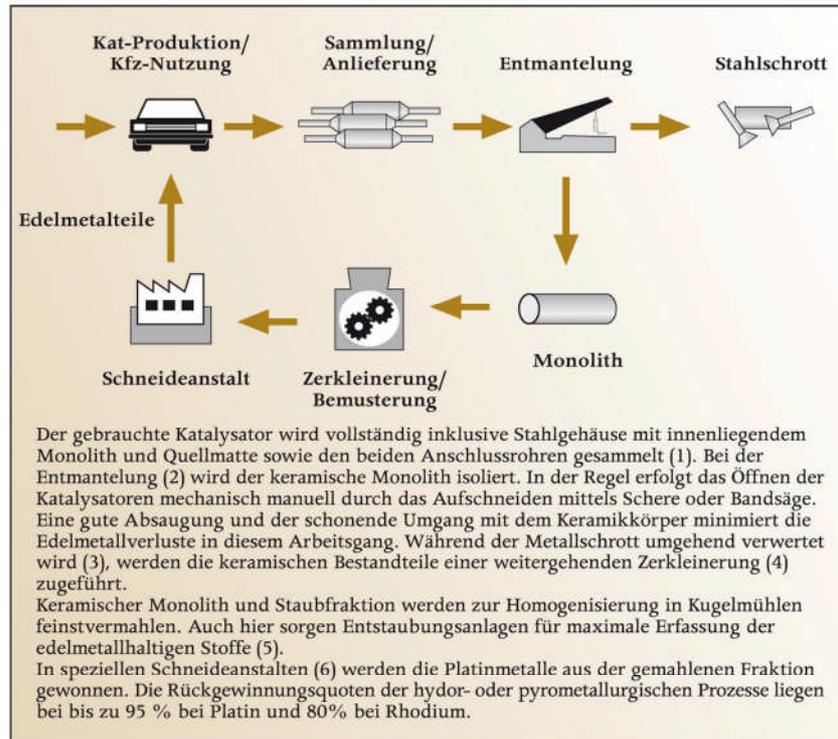
Bei einem originären Aufkommen an recycelbaren Katalysatoren in Deutschland von 400.000 bis 500.000 p.a. erlauben die Verarbeitungskapazitäten von *Recyc* also auch den zusätzlichen Import von Kat-Keramik bzw. Katalysatoren aus anderen Ländern. Der Aufbau eines Netzwerks von Länderniederlassungen ist dafür eine wesentliche Voraussetzung.

Dass es im **Recyclingprozess** trotzdem noch zu **Verlusten** kommt, liegt meist an einer schlechten technischen Ausstattung der Verwertungsbetriebe. So landen Kats manchmal unwissentlich noch im *Shredder*, oder PGM-haltiger Staub geht durch unsachgemäße Behandlung, Bruch oder unvollkommene Absaugsysteme verloren. Diese **Verluste**, die bei dem hohen Wert der Platingruppenmetalle (PGM) zu erheblichen finanziellen Einbußen führen können, lassen sich **durch moderne Anlagen aber deutlich reduzieren**.

Der **Prozess des Katalysatoren-Recyclings** und seiner Akteure kann dabei grundsätzlich wie in den beiden folgenden Grafiken dargestellt werden:

Company Report

Schematische Darstellung des Katalysatoren-Recycling-Prozesses



Quelle: Recycling von gebrauchten Autokatalysatoren Prof. Dr.-Ing. Kerstin Kuchta, Hochschule für angewandte Wissenschaften Hamburg

Geschäftsmodell der Recyc Commodities SE

Die *Recyc Commodities SE* setzt mit ihrem Edelmetallrecycling auf einen langjährig anhaltenden Rohstoffboom, der sich u.a. in kontinuierlich steigenden Edelmetallpreisen widerspiegelt. Um davon nachhaltig profitieren zu können, ist das Recyc-Management bestrebt, die Unternehmensgruppe so aufzustellen, dass man die **Wertschöpfungskette** des Edelmetallrecyclings in wesentlichen Teilen abdeckt.

1. Stufe des Geschäftsmodells (Ländersammelstellen)

Um die **Versorgung** der zur **Gruppe** gehörenden Weiterverarbeiter *MWG Metallrecycling GmbH* und *HanseKat Recycling GmbH* zu gewährleisten, plant das Unternehmen, auch im Ausland Sammelstellen einzurichten. Erste Anbahnungsgespräche sollen bereits laufen. Diesem Schritt bemisst man eine große strategische Bedeutung zu. Denn nur wer für genügend Nachschub sorgen kann, also Katalysatoren bei Endkunden, Autoverwertern und Werkstätten einsammelt, kann auf der Ebene der Entmantler und Verarbeiter für eine steigende Auslastung und somit für bessere Margen sorgen.

Ländersammelstellen, die in *Spanien* und den *Niederlanden* vor der Realisation stehen und später auch in *Ost-Europa*, der *Türkei*, *Südamerika* und *Afrika* geplant sind, sollen zu 80 % von der *Provaluta* und zu 20 % von einem jeweiligen lokalen Partner gehalten werden, der so ein großes Eigeninteresse am Erfolg der Sammelstelle haben dürfte.

Company Report

Einem *Franchise-Konzept* nicht unähnlich plant Recyc so kostengünstig zu expandieren. Auf der Ebene der Sammelstellen ist der Markt noch stark fragmentiert. Insbesondere die **Notwendigkeit zur Vorfinanzierung** zwischen dem Ankauf der Katalysatoren und dem Rückfluss der Erträge aus der Edelmetallverwertung stellt oftmals einen **Engpass** dar. Die Provaluta will die Sammelstellen daher mit einem *Working Capital* von bis zu EUR 200.000 ausstatten, so dass genügend Kapital für eine schnelle Geschäftsaufnahme vorhanden ist.

Das Management geht davon aus, dass die **Einrichtung einer Sammelstelle** ca. 2 Monate dauern und diese nach weiteren vier bis sechs Monaten bereits profitabel arbeiten dürfte. Für *Spanien* plant Recyc etwa damit, binnen 12 Monate nach Geschäftsaufnahme bereits 4 Tonnen Kat-Keramik pro Monat nach Deutschland liefern zu können. Um Transportkosten zu sparen, findet die Entmantelung dabei bevorzugt schon im Ursprungsland statt, sodass nur Kat-Keramik nach Deutschland gebracht wird.

Einen **exemplarischen Überblick** über Länder und Regionen, die nach Angaben des Managements in den nächsten Jahren erschlossen werden sollen, sowie die angestrebten Lieferziele gibt die folgende Tabelle wider:

Recyc Commodities SE: Entwicklung Auslands-sammelstellen (Management Szenario)

	Tonnen Kat-Keramik pro Monat	Tonnen Kat-Keramik pro Jahr	Katalysatoren Gewicht (kg) geschätzt ca.	Katalysatoren Anzahl ca.	Kats pro Monat
Europa Land 1	4	48	192.000 kg	44.651	3.721
Europa Land 2	4	48	192.000 kg	44.651	3.721
Europa Land 3	8	96	384.000 kg	89.302	7.442
Türkei	11	132	528.000 kg	122.791	10.233
Südamerika	10	120	480.000 kg	111.628	9.302
Afrika	5	60	240.000 kg	55.814	4.651
	42	504	2.016.000 kg	468.837	39.070

Quelle: Midas Research GmbH; Recyc Commodities SE

Ziel ist es, sich mit den Sammelstellen als fairer und zuverlässiger Partner am Markt zu positionieren. Neben der sofortigen finanziellen Abwicklung des Geschäfts gilt es für die Katalysatoren und deren werthaltige Inhaltsstoffe einen mindestens marktconformen Preis zu zahlen.

Auf der untersten Stufe findet der **Ankauf der Katalysatoren** meist im *Telquel*-Verfahren statt. Dabei wird der Kat wie besehen übernommen, wobei sich der Preis grundsätzlich nach der Edelmetallbeladung, den täglich schwankenden Edelmetallpreisen (Pt, Pd, Rh), dem Füllgrad der Kat-Keramik, also einem vollständigen *Monolithen*, sowie dem Metallwert des Stahlgehäuses und dem erforderlichen Logistikaufwand (Einzel- oder Mengenabnahme) richtet. Die **Ankaufspreise** der Katalysatoren liegen je nach Kurs der Metalle und Qualität des Kats **zwischen EUR 45 und EUR 70**. Diese recht ungenaue Methode erfordert viel Erfahrung, um Fehlkäufe zu vermeiden.

Company Report

Immer wieder werden **am Markt** nämlich **überhöhte Ankaufspreise** für Altkatalysatoren gezahlt, die über den Edelmetallwerten liegen oder die Kosten für den Recyclingprozess nicht decken. Dies geschieht zum Teil aus Unwissenheit der Akteure oder der Spekulation auf steigende PGM-Preise. So sind in der Vergangenheit immer wieder sogar größere Kat-Sammelstellen in Nordamerika und Europa aus dem Markt ausgeschieden. Solche **Risiken** werden für die Sammelstellen durch ihre Gruppenzugehörigkeit gemindert, da finanzielle Engpässe besser ausgeglichen werden können. Außerdem nimmt die *Provaluta* entsprechend der anfallenden Mengen **Sicherungsgeschäfte** vor, so dass auch die Preisentwicklung der Rohstoffe bis zur Verwertung kein Risiko mehr für die einzelne Sammelstelle darstellt. Zudem wird sehr qualifiziertes sowie erfahrenes Personal eingestellt, um erhöhte Ankaufspreise tunlichst zu vermeiden.

Wir gehen davon aus, dass es der Recyc gelingen sollte, nach diesem Konzept zeitnah Sammelstellen aufzubauen, die in dem **stark fragmentierten Markt** schnell an Bedeutung gewinnen. Die forcierten Vertriebsaktivitäten dürften sich folglich auch in steigenden Marktanteilen niederschlagen.

2. Stufe des Geschäftsmodells (Kat-Entmantler und Verarbeiter)

Die Recyc ist über ihr **Tochterunternehmen** *Provaluta AG*, bei der die operativen Aktivitäten angesiedelt sind, an der *MWF Metall Recycling GmbH*, Karlsruhe, und der *Hansekat Recycling GmbH*, Hamburg, beteiligt. Diese Unternehmen kaufen Katalysatoren an, entmanteln sie und zerkleinern die *Monolithen*, bevor die gemahlene Wertstoffe an externe, spezialisierte *Scheideanstalten* gegeben werden, die wieder handelbare Edelmetalle daraus gewinnen.

Der Ankauf größerer Posten an Katalysatoren erfolgt auf dieser Ebene in der Regel auf Basis einer **individuellen Edelmetallanalyse**. Für diesen Zweck hat die MWF eigens ein **Labor** für EUR 250.000 eingerichtet. Im Verarbeitungsprozess werden die Katalysatoren zerschnitten, die Keramik bzw. Monolithe zermahlen, homogenisiert und nach Bearbeitung und Fertigstellung auf ihre PGM-Gehalte hin analysiert. Dies mindert für beide Seiten das Preisrisiko.

Während die *Hansekat Recycling GmbH* neu gegründet wurde und Zugriff auf hochmoderne Anlagen zum Trennen und Mahlen von gebrauchten Fahrzeugkatalysatoren hat, die bis zu 1.000 Katalysatoren pro Tag schaffen können, ist die *MWF Metall Recycling GmbH* schon länger im Geschäft. Das Unternehmen hat im vergangenen Jahr einen **Umsatz von EUR 12,15 Mio.** (2009: EUR 4,2 Mio.) erzielt. Operativ wurde eine schwarze Null erreicht, während das Ergebnis in 2009 noch leicht negativ war. Vor allem rechtliche Auseinandersetzungen mit ehemaligen Gesellschaftern haben das Ergebnis 2009 und 2010 belastet. Diese Probleme sind nun geklärt und werden somit nicht weiter anfallen. Neben der Optimierung der Strukturen und Verbesserung der Geschäftsabläufe dürfte das größte Potenzial aber in der Ausweitung des verarbeiteten Volumens liegen. Nach Unternehmensangaben sind **mit der vorhandenen Anlage Umsätze von bis zu EUR 40 Mio. p.a. möglich**, die man für die nächsten Jahre auch anstrebt. Für eine steigende Auslastung dürften neben dem direkten Einkauf vor allem die aufzubauenden Sammelstellen sorgen, die so eng verzahnt in das Verwertungskonzept der Recyc-Gruppe eingebunden sind.

Company Report

3. Stufe des Geschäftsmodells (Selbstvermarktung der Rohstoffe)

Nach dem Zerkleinern der *Monolithe* wird das Vorprodukt weiter an sogenannte *Scheideanstalten* geliefert, die als Dienstleister das Trennen der Edelmetalle vornehmen und diese ggf. auch an Kunden vermarkten. Zu diesen **Scheideanstalten** gehört z.B. *Heraeus*. Das Unternehmen verarbeitet u.a. Platingruppenmetalle zu industriellen Produkten und nimmt im internationalen Edelmetallhandel eine führende Position ein. Institutionelle Investoren haben zudem die Möglichkeit, bei *Heraeus* sogenannte „Gewichtskonten“ zu unterhalten. Dies wird auch größeren Vorlieferanten eingeräumt, die ihre Rohstoffe selbst vermarkten wollen.

Edelmetallhandel: An- und Verkaufspreise von Heraeus (mit / ohne Umarbeitung)

Heraeus Edelmetallpreise vom 12.08.2011, Währung: EUR

Metall	Ankauf	Ankauf < 1 kg	Verkauf Un- verarbeitet	Verkauf Verarbeitet
Au (g)	39,33	39,08	42,31	44,33
Ag (kg)	858,00	853,00	945,60	989,80
Pt (g)	38,90	38,40	41,83	43,06
Pd (g)	16,01	15,81	17,40	18,76
Rh (g)	37,84	35,84	44,51	46,24
Ir (g)	18,45	18,25	26,36	28,15
Ru (g)	3,12	2,92	4,45	4,75
Os (g)	-	-	14,06	15,92

MIDAS Research August 2011 – Quelle: www.heraeus-edelmetallhandel.de

Wenn auch Recyc nicht um die Dienstleistungen einer Scheideanstalt herum kommt, so lassen sich jedoch **durch Eigenvermarktung der PMG-Edelmetalle die Geschäftsprozesse weiter optimieren** und vor allem höhere Erträge erzielen. Wie sich in der oben stehenden Tabelle ablesen lässt, liegt die **Handelsmarge** zwischen dem Ankaufspreis von Rhodium (EUR 45,93) und dem unverarbeiteten Verkauf (EUR 54,03) **bei stolzen 17,6 %**.

Die eigene Vermarktung der Edelmetalle lohnt sich jedoch nur, wenn man eine gewisse Größenordnung erreicht, die es erlaubt, für die Industrie oder institutionelle Investoren als relevanter Lieferant auftreten zu können. Die Strukturen dazu sind zweifelsohne vorhanden.

Zum **Kern des Geschäftskonzepts** der Recyc Commodities SE gehört es, **Rhodium als Anlageprodukt zu etablieren** und sich darüber **exklusive Vermarktungsmöglichkeiten für die recycelten Mengen** zu schaffen. Folgerichtig hat das Management die Auflage des **Rhodium+ Funds** angestoßen und sich so quasi einen „In House-Kunden“ als Abnehmer kreiert. Durch den direkten Verkauf in Eigenregie kann Recyc bessere Preise erzielen als bei einem Verkauf an *Heraeus* oder an ein anderes Scheideunternehmen. Auf der anderen Seite kann man dem Fonds bessere Einstandspreise für das Rhodium bieten, als dieser beim Ankauf über *Heraeus* erhalten hätte. Die nicht unerhebliche Handelsmarge, die bislang vollständig bei *Heraeus* hängen geblieben ist, lässt sich somit in einer *Win-Win-Situation* zwischen Recyc und dem Fonds aufteilen. Der Fonds wird das Rhodium zwar nicht selbst physisch halten dürfen, er beteiligt sich jedoch an Zweckgesellschaften, die Rhodium physisch hinterlegen müssen.

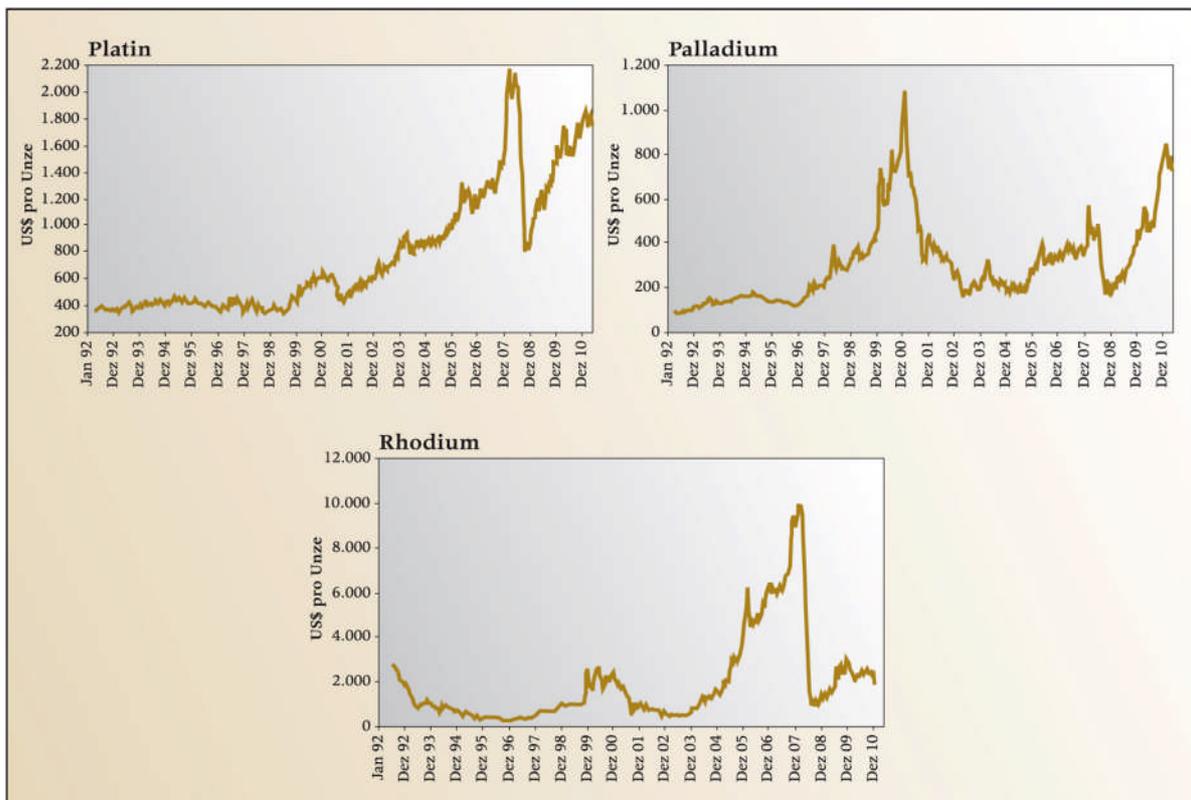
Company Report

Zudem plant die Provaluta AG im Rahmen einer Privatplatzierung ein *Open End Rhodium Zertifikat* aufzulegen. Zu einem Nennbetrag von jeweils EUR 50.000 sollen bis zu 400 Anteile platziert werden, was zu einem Gesamtemissionsvolumen von EUR 20 Mio. führt. Interessant für den Recyc-Aktionär ist hierbei, dass Provaluta dann zusätzlich auch eine **Managementgebühr** von 1,5 % p.a. erhält, was bei der Gesamtplatzierung immerhin stolze EUR 300.000 p.a. an Einnahmen bedeutet.

Exkurs: Rhodium - ein Spekulationsmarkt entsteht - mit Hilfe der Recyc Commodities SE

Während die Preise von Platin, Palladium und Rhodium lange Zeit mehr oder minder im Gleichschritt verlaufen sind, haben sich Platin und Palladium nach der Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise 2008 wieder deutlich erholt und dabei klar in Richtung ihrer Allzeithochs bewegt. **Bei Rhodium ist eine deutliche Erholung bislang jedoch weitgehend ausgeblieben.**

Platin/ Palladium/ Rhodium: Historische Preisentwicklung



MIDAS Research August 2011 – Quelle: Kitco Metals Inc.

Die **steigende Nachfrage nach Platin und Palladium** wird unseres Erachtens **wesentlich durch eine spekulative Nachfrage** getrieben. Nachdem Gold und Silber zu immer neuen Hochs geeilt sind, rückten für Investoren, die einen vermeintlich *sicheren Hafen* für Vermögensanlagen suchen und dabei auf physische Edelmetalle setzen, auch Platin und Palladium in den Blickpunkt.

Company Report

Mittlerweile gibt es Zertifikate, Futures und Fonds, die sich auf diese Edelmetalle spezialisieren und so auch die physische Nachfrage nach diesen Metallen erhöhen.

Bei Rhodium, dem derzeit wertvollsten Edelmetall, ist der erneute Preisanstieg bisher fast gänzlich ausgeblieben. Dies führen wir nicht auf die mangelnde Attraktivität von Rhodium an sich zurück, sondern auf den Umstand der derzeit sehr eingeschränkten Investitionsmöglichkeiten in das Edelmetall.

Diesen Umstand hat auch die **Provaluta** erkannt und **baut weiter Rhodium-Bestände auf**. Mittlerweile verfügt Provaluta über mehr als 40 kg Rhodium, die bei dem derzeitigen Ankaufspreis von EUR 38,84 je Gramm (Preise Heraeus vom 16.09.2011) bereits einen Wert von EUR 1,55 Mio. haben. Mit der Beteiligung an Recyc kann der Anleger somit indirekt auch auf einen Anstieg des Rhodium-Preises spekulieren. Sollte diese Strategie aufgehen, winken außerordentliche Erträge mit einem deutlichen Hebel.

Rhodium-Fonds als Abnehmer

Die Nachfrage nach Rhodium sollte parallel mit verbesserten Anlagemöglichkeiten in dieses Platingruppenmetall steigen. Bisher verharrt der Preis von Rhodium im Vergleich mit Platin und Palladium noch im „Dornröschenschlaf“. Gerade dieser Umstand dürfte aber das Interesse von Spekulanten wecken. Die Auflage des von Recyc initiierten **Rhodium+ Funds** steht unmittelbar bevor, die Börsenzulassung wurde bereits beantragt. Es handelt sich dabei um einen Anlagefonds nach liechtensteinischem Recht.

Der Fonds gehört nach seiner Auflage zu den wenigen Investitionsmöglichkeiten in Rhodium. Dieses vernachlässigte Edelmetall könnte durch weitere Anlageprodukte stärker in den Fokus von Investoren geraten, so dass weitere Investmentgesellschaften Rhodium-Produkte anbieten werden, wodurch der Rhodium-Preis zwangsläufig steigen würde. Einen ersten Schritt in diese Richtung hat auch schon die *Deutsche Bank* getan, die im Mai 2011 die ersten *Exchange Traded Commodities (ETC)* auf das Edelmetall Rhodium an den Markt gebracht haben. Wir können uns sogar vorstellen, dass es zukünftig auch einen Future auf Rhodium geben wird, was die Bedeutung des Edelmetalls sicher weiter steigern würde.

Umsatzprognosen und Bewertungsansätze

Länderniederlassungen

Bei der Recyc Commodities SE bestehen das größte Potenzial und die größte Herausforderung im Aufbau effizienter Strukturen für das Recycling der PGM-Metalle in Automobilkatalysatoren. Dazu hat sich das Team um Paúl Bosmediano ambitionierte Ziele gesetzt. Besondere **strategische Bedeutung** kommt dabei den einzelnen **Ländersammelstellen** zu, die mit genügend Liquidität ausgestattet werden müssen, um ihr Geschäft ohne Engpässe betreiben zu können. Recyc rechnet laut interner Planung mit ca. EUR 200.000 je Sammelstelle an *Working Capital*-Bedarf. Man geht davon aus, dass eine Sammelstelle innerhalb von 2 Monaten eingerichtet werden kann und sie nach 4 bis 6 Monaten profitabel arbeitet. In der Regel dürften dabei aber nicht die Katalysatoren selbst nach Deutschland geliefert werden sondern die bereits entmantelte Kat-Keramik, um Transportkosten zu sparen. Entsprechende Scheren und Absaugvorrichtungen – Stichwort: Vermeidung von Materialverlust durch Staubbildung beim Aufschneiden – wären entsprechend lokal zu installieren bzw. zu finanzieren.

Company Report

Für unsere Bewertung haben wir die Zahlen gemäß dem Recyc-Businessplan (siehe Seite 9) reduziert und dabei zukünftige Ländersammelstellen eher abstrakt mit theoretischen Sammelsergebnissen und Eröffnungsjahren angenommen wie in der folgenden Tabelle exemplarisch dargestellt. Eine andere Reihenfolge bei der Ländererschließung, Dauer des Geschäftsaufbaus sowie maximalem Sammelpotenzial sind aufgrund des lediglich modellcharakterhaften Ansatzes denkbar.

Recyc Commodities SE: Entwicklung Auslands-sammelstellen (MIDAS Research Szenario)

	2011e t-Kat- Keramik	2012e t-Kat- Keramik	2013e t-Kat- Keramik	2014e t-Kat- Keramik	2015e t-Kat- Keramik
Europa Land 1	2	30	40	48	48
Europa Land 2	1	15	30	40	45
Europa Land 3		5	20	40	60
Türkei		10	50	80	100
Südamerika			15	60	80
Afrika			5	30	45
Summe	3	60	160	298	378

MIDAS Research August 2011 - Quelle: MIDAS Research

Wir gehen davon aus, dass der **Aufbau von Ländersammelstellen** vor allem **Zeit in Anspruch nehmen** wird. Geeignete Partner vor Ort zu finden, die zuverlässig in der Lage sind, sich schnell eine relevante Marktposition erarbeiten zu können, dürfte kein leichtes Unterfangen sein. Auf den meisten etablierten Recyclingmärkten wird das Geschäft von Großkonzernen wie der *Umicore* beherrscht, während kleinere Anbieter eher nur lokal tätig sind.

Interessant erscheinen uns daher insbesondere weniger etablierte Märkte, die tatsächlich auch auf der **Prioritätsliste** von Recyc **ganz oben** stehen. Dank des guten Beziehungsnetzwerks des geschäftsführenden Direktors *Paúl Bosmediano* sollten die ersten Länder schnell erschlossen werden können. Dennoch haben wir insgesamt bei den Mengen und Zeiten der Erschließung einen etwas konservativeren Ansatz gewählt, der im Endergebnis zunächst ca. zu zwei Dritteln den Erwartungen des Recyc-Managements entspricht (vgl. Tabelle oben mit den dort angegebenen Zielmengen). Die Mengen dieser Tabelle sind schließlich in unsere weiteren Berechnungen eingeflossen.

Entmantler und Verarbeiter

Die Recyc verfügt mit ihren indirekten Tochterunternehmen *MWF Metallrecycling* und *HanseKat* über zwei Unternehmen, die Kats entmanteln und weiterverarbeiten können. Die MWF konnte im abgelaufenen Jahr bereits einen Umsatz von rund EUR 12 Mio. erzielen; HanseKat wurde als *Joint Venture* neu gegründet. Da die Provaluta an beiden Unternehmen 50 % hält, der gleiche Tätigkeitsschwerpunkt vorliegt und es noch kein Zahlen zur HanseKat gibt, haben wir beide Unternehmen in unserer Umsatz- und Ergebnisprognose zusammenfassend dargestellt.

Company Report

Wir nehmen an, dass die beiden Unternehmen den Output der Ländersammelstellen komplett übernehmen. Bedingt durch die großen **Weiterverarbeitungskapazitäten** bei MWF und HanseKat - alleine bei der MWF besteht eine Verarbeitungskapazität von 360t - 480t p.a. Kat-Keramik mit derzeitigem Personalstand und Zerkleinerungsanlage - müssen die beiden Weiterverarbeiter bis auf weiteres zugleich aber auch noch als Sammelstellen fungieren und Katalysatoren von externen Lieferanten ankaufen. Zunächst dürften die **Materialaufkäufe aus bzw. in Deutschland** im Geschäftsmodell der Recyc-Gruppe noch deutlich überwiegen, die internationalen Sammelstellen durch den kontinuierlichen Ausbau aber stetig wichtiger werden. Den Fokus richtet Recyc also klar auf den Vertrieb, d.h. den Aus- und Aufbau eines Netzwerks von internationalen Sammelstellen, um weitere Marktanteile zu gewinnen.

Auslandssammelstellen und Fremdbezug Deutschland (Stückzahlen und äquivalente Gewichte)

	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Katalysatoren Stück					
Auslandssammelstellen	2.791 Stück	55.814 Stück	148.837 Stück	277.209 Stück	351.628 Stück
Zukauf Deutschland	270.698 Stück	288.372 Stück	334.884 Stück	372.093 Stück	426.047 Stück
	273.488 Stück	344.186 Stück	483.721 Stück	649.302 Stück	777.674 Stück
Katalysatoren (t)					
Auslandssammelstellen	12 t Katalysatoren	240 t Katalysatoren	640 t Katalysatoren	1.192 t Katalysatoren	1.512 t Katalysatoren
Zukauf Deutschland	1.164 t Katalysatoren	1.240 t Katalysatoren	1.440 t Katalysatoren	1.600 t Katalysatoren	1.832 t Katalysatoren
	1.176 t Katalysatoren	1.480 t Katalysatoren	2.080 t Katalysatoren	2.792 t Katalysatoren	3.344 t Katalysatoren
Katkeramik					
Auslandssammelstellen	3 t Kat-Keramik	60 t Kat-Keramik	160 t Kat-Keramik	298 t Kat-Keramik	378 t Kat-Keramik
Zukauf Deutschland	291 t Kat-Keramik	310 t Kat-Keramik	360 t Kat-Keramik	400 t Kat-Keramik	458 t Kat-Keramik
	294 t Kat-Keramik	370 t Kat-Keramik	520 t Kat-Keramik	698 t Kat-Keramik	836 t Kat-Keramik

MIDAS Research August 2011 - Quelle: MIDAS Research

Angesichts der avisierten Mengen muss dies auch so sein, denn in *Deutschland* stehen derzeit pro Jahr lediglich rund 400.000 bis 500.000 Altfahrzeuge zur Endverwertung zur Verfügung, so dass Recyc darauf angewiesen sein wird, einen Großteil der Katalysatoren/Kat-Keramik zu importieren.

GuV-Modell für die Recyc Commodities SE (fiktive Konzernbetrachtung)

In unserer Modellrechnung sind wir von aus unserer Sicht realistischen Mengen und Margen ausgegangen. Die gemischte **EBIT-Marge**, die sich aus dem Ankauf, der Verarbeitung und dem späteren Verkauf an den Endkunden ergibt, sehen wir **zwischen 5 % und 15 %**. Diese sollte mittelfristig für einen aufstrebenden „Newcomer“, der vornehmlich erst die kontinuierliche Versorgung mit ausreichend Katalysatoren aufbauen muss, möglich sein. Zum **Vergleich** erzielt die in *Belgien* ansässige **Umicore**, die weltweit führend in der Produktion und im Recycling von Spezialwerkstoffen und Metallen ist, mit ihrem Recyclinggeschäft deutlich höhere EBIT-Margen, zuletzt von 39 % in 2010 bzw. von 28 % im Krisenjahr 2009. Ein Großteil der Edelmetallaktivitäten der *Umicore Group* ist in der *Umicore AG & Co. KG* in *Hanau* angesiedelt.

Wir gehen in unserer **Modellrechnung** davon aus, dass in der Recyc-Gruppe die „konzernerzeugten“ PGM-Metalle komplett selbst vermarktet werden. Hierfür haben wir eine

Company Report

Handelsmarge von 5 % auf das durch MWF und HanseKat zur Verfügung gestellte PGM-Volumen als Handelsergebnis **einkalkuliert**. Die Kosten der Vermarktung dürften relativ gering sein. Hinzu würden **Erträge aus dem Fondsmanagement** für das geplante Zertifikat kommen.

GuV Recyc Commodities SE (Konzern*)

	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Umsatz	20.272.852,40 €	25.484.202,00 €	35.672.392,00 €	47.643.710,80 €	56.924.845,60 €
Handelsumsatz	19.772.852,40 €	24.884.202,00 €	34.972.392,00 €	46.943.710,80 €	56.224.845,60 €
Management Rhodium-Zertifikat	300.000,00 €	300.000,00 €	300.000,00 €	300.000,00 €	300.000,00 €
Dienstleistung für Dritte	200.000,00 €	300.000,00 €	400.000,00 €	400.000,00 €	400.000,00 €
Materialaufwand	17.475.348,84 €	21.469.767,44 €	29.469.767,44 €	38.783.255,81 €	46.254.883,72 €
Rohertrag	2.797.503,56 €	4.014.434,56 €	6.202.624,56 €	8.860.454,99 €	10.669.961,88 €
Rohertragsmarge	13,8%	15,8%	17,4%	18,6%	18,7%
Anzahl Auslandsniederlassungen	2	4	6	6	6
Personalaufwand	880.000,00 €	1.040.000,00 €	1.200.000,00 €	1.200.000,00 €	1.200.000,00 €
Personalaufwand am Rohertrag	31,5%	25,9%	19,3%	13,5%	11,2%
Abschreibungen	100.000,00 €	120.000,00 €	150.000,00 €	150.000,00 €	150.000,00 €
Sonstiger betrieblicher Aufwand	800.000,00 €	900.000,00 €	1.000.000,00 €	1.100.000,00 €	1.200.000,00 €
EBIT	1.017.503,56 €	1.954.434,56 €	3.852.624,56 €	6.410.454,99 €	8.119.961,88 €
EBIT-Marge	5,0%	7,7%	10,8%	13,5%	14,3%
in % Rohertrag	36,4%	48,7%	62,1%	72,3%	76,1%
Zinsen und ähnliche Erträge	2.000,00 €	5.000,00 €	4.000,00 €	6.000,00 €	6.000,00 €
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	-150.000,00 €	-225.000,00 €	-300.000,00 €	-375.000,00 €	-375.000,00 €
Kreditvolumen	2.000.000,00 €	3.000.000,00 €	4.000.000,00 €	5.000.000,00 €	5.000.000,00 €
Ergebnis d. gewöhnl. Geschäftstätigkeit	869.503,56 €	1.734.434,56 €	3.556.624,56 €	6.041.454,99 €	7.750.961,88 €
Betriebsergebnismarge	4,3%	6,8%	10,0%	12,7%	
in % Rohertrag	31,1%	43,2%	57,3%	68,2%	
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-69.560,29 €	-260.165,18 €	-889.156,14 €	-1.510.363,75 €	-1.937.740,47 €
Steuerquote	8,00%	15,00%	25,00%	25,00%	25,00%
Jahresergebnis vor Anteilen Dritter	799.943,28 €	1.474.269,37 €	2.667.468,42 €	4.531.091,24 €	5.813.221,41 €
Anteile Dritter					
MWF + HanseKat	30.332,06 €	378.025,90 €	913.977,28 €	1.648.140,16 €	2.130.970,70 €
Ländergesellschaften	-30.551,67 €	84.645,81 €	257.416,60 €	542.916,55 €	708.749,85 €
Provaluta	133.307,14 €	168.532,17 €	249.246,02 €	389.849,75 €	495.385,24 €
Ergebnis nach Minderheiten	666.855,75 €	843.065,50 €	1.246.828,51 €	1.950.184,77 €	2.478.115,61 €
in % Brutto-JÜ	83,4%	57,2%	46,7%	43,0%	42,6%
Aktienanzahl	1.628.000	1.628.000	1.628.000	1.628.000	1.628.000
EPS	0,41 €	0,52 €	0,77 €	1,20 €	1,52 €

*Approximation; bisher kein Konzernabschluss durch Gesellschaft verfügbar

MIDAS Research August 2011 - Quelle: MIDAS Research

Minderheitsanteile ergeben sich dadurch, dass die Recyc an ihrer Tochtergesellschaft Provaluta, bei der das operative Geschäft im Wesentlichen angesiedelt ist, lediglich 83,33% hält. Die Provaluta ihrerseits hält wiederum lediglich 50% an der MWF und der HanseKat und wird voraussichtlich 80% an den Ländergesellschaften besitzen.

Company Report

Bewertung

Discounted Cash Flow Modell (DCF-Modell)

Um den Wertansatz für die Recyc Commodities SE zu ermitteln, haben wir das Unternehmen mittels eines dreistufigen DCF-Modells nach der Entity-Methode bewertet. In der **1. Phase von 2011 bis 2015** greifen wir auf unsere theoretischen Vorüberlegungen zur GuV-Prognose zurück. Minderheitsanteile wurden über einen reduzierten Brutto-Cash Flow berücksichtigt. Zudem haben wir im Modell eine Zunahme der Aktien um 228.000 auf 1,628 Mio. sowie einen Anstieg des Fremdkapitals auf EUR 5 Mio. antizipiert.

In der **2. Phase von 2016 bis 2020** gehen wir von - aus unserer Sicht - realisierbaren Wachstumsraten sowie erreichbaren Margen aus. Die Schätzungen des Free-Cash Flows haben in der 2. Phase allerdings nicht mehr den Grad der Genauigkeit wie in der 1. Phase. In der **3. Phase** haben wir ein Wachstum von 1 % für die unendliche Periode angenommen. Ansonsten gelten die in der Tabelle angegebenen Parameter.

Entity-DCF-Modell: Recyc Commodities SE											
in Mio. Euro	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	
Umsatz	20,27	25,48	35,67	47,64	56,92	64,89	72,68	77,77	82,44	86,56	
Umsatzwachstum	69%	26%	40%	34%	19%	14%	12%	7%	6%	5%	
EBIT	1,02	1,95	3,85	6,41	8,12	9,73	10,90	11,67	12,37	12,98	
EBIT-Marge	5,0%	7,7%	10,8%	13,5%	14,3%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	
- Ertragssteuern	-0,07	-0,26	-0,89	-1,51	-1,94	-3,41	-3,82	-4,08	-4,33	-4,54	
+ Abschreibungen	0,10	0,12	0,15	0,15	0,15	0,19	0,22	0,23	0,25	0,26	
+/- Veränderung langfristige Rückstellungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
+/- Anteil Dritter	-0,13	-0,63	-1,42	-2,58	-3,34	-2,92	-3,27	-3,50	-3,71	-3,90	
Operativer Brutto Cash Flow	0,91	1,18	1,69	2,47	3,00	3,60	4,03	4,32	4,58	4,80	
-/+ Investitionen i. d. Nettoumlaufvermögen	-0,92	-1,13	-1,02	-1,20	-0,93	-0,80	-0,78	0,27	-0,42	-0,37	
-/+ Investitionen i. d. Anlagevermögen	-0,50	-0,12	-0,15	-0,15	-1,50	-0,15	-0,15	-0,10	-0,10	-1,50	
Free Cash Flow	-0,50	-0,07	0,52	1,12	0,57	2,65	3,11	4,49	4,06	2,93	
Barwerte	-0,48	-0,06	0,41	0,79	0,36	1,52	1,61	2,09	1,71	1,12	
Summe Barwerte	9,06										
Terminalwert	11,57 in % vom Gesamtwert: 56,1%										
Wert des operativen Geschäfts in Mio. EUR	20,63				Anzahl der Aktien in Mio. Stück: 1,62800						
+ überschüssige liquide Mittel in Mio. EUR	1,00										
- Fremdkapital in Mio. EUR	-5,00										
Marktwert Eigenkapital in Mio. EUR	16,63 (Fair Value)					DCF-Zielkurs in EUR: 10,21 €					

Modell-Parameter

Langfristige Bilanzstruktur:		Risikofreie Rendite	4,00%	Risikoprämie Eigenkapital	6,00%
Eigenkapital	75%	Wachstumsrate FCF	1,00%	Zins Eigenkapital	12,58%
Fremdkapital	25%	Beta	1,43	Risikoprämie Fremdkapital	3,50%
Erstellungsdatum: 16.09.2011		Tax-Shield	30,00%	Zins Fremdkapital	5,25%
		WACC	10,75%		

MIDAS Research September 2011 - Quelle: MIDAS Research

Company Report

Der **Faire Wert** der *Recyc Commodities SE* liegt unter Berücksichtigung der genannten Annahmen bei **EUR 10,21 je Aktie**. Insbesondere die Umsatzschätzungen können je nach tatsächlicher Schwankung der Rohstoffpreise stark variieren, was aber nicht zwangsläufig Auswirkungen auf das Ergebnis haben muss, weil sich die Einkaufskonditionen für die Katalysatoren entsprechend anpassen. Allerdings ist zu bedenken, dass sich unter Beachtung der Transportkosten ein Recycling von Katalysatoren ab einem bestimmten Rohstoffpreis nicht mehr lohnen wird. Zu bedenken ist auch, dass Wachstum und Auslastung wesentlich darauf beruht, dass die Länderniederlassungen zeitnah errichtet werden können und entsprechend erfolgreich und profitabel arbeiten, wie wir das in dem Modellaufbau angenommen haben.

Unter den genannten **Prämissen** haben wir einen **Fairen Wert von EUR 10,21 je Aktie** ermittelt. Bei einem Börsenkurs von aktuellen EUR 5,00 (16.09.2011) ergibt sich daran gemessen ein **Potenzial von gut 100 %**.

An der **Börse** dürfte die **Recyc Commodities SE** Aktie ein gewisses **Alleinstellungsmerkmal** aufweisen. Notierte Wettbewerber sind in aller Regel international tätige Konzerne wie die französische *Veolia S.A.* mit einem breiten Geschäftsmodell von der Müllentsorgung bis zum Recycling. Einen ausgeprägteren Schwerpunkt im Bereich Metallverwertung zeigen die bereits hier mehrfach genannte belgische *Umicore S.A.* sowie die deutsche *Interseroh AG*. Demgegenüber sind SmallCaps aus der Recyclingbranche nach unseren Recherchen absolute Mangelware an deutschen Börsen. Noch notiert aber bedeutungslos sind die *Sero Entsorgung AG* (als Dienstleister für das *Duale System Deutschland* in Ostdeutschland) sowie die *Envio AG*, die sich über eine Expansion in den Bereich Biogas zum Sanierungsfall entwickelt hat.

Wie diese Beispiele zeigen, tut die *Recyc Commodities SE* gut daran, lediglich Sammelstellen zu unterhalten aber kein umfangreiches Dienstleistungsgeschäft zu betreiben, das für viele Wettbewerber gerade bei sinkenden Rohstoffpreisen zu einem echten *Stolperstein* geworden ist.

Peergroup Vergleich Recyc Commodities SE

Unternehmen	Börsenwert	KGV 2011 e	KGV 2012 e
Umicore SA	3,7 Mrd. €	12,0	10,8
Interseroh SE	489 Mio. €	17,9	16,0
Recyc Commodities SE	7,0 Mio. €	9,6	6,5

MIDAS Research Sept. 2011 - Quelle: www.finanztreff.de

Trotz der anderen Größenklasse lohnt ein Blick auf die Börsenbewertung von *Umicore* und *Interseroh* (vgl. Tabelle). Allerdings wird *Interseroh* von der *Alba Group* beherrscht, so dass im Kurs eine Übernahmeprämie enthalten sein dürfte. Die **Recyc-Aktie zeigt sich insbesondere auf Basis von 2012 im Vergleich unterbewertet**, wobei die Datenbasis für eine echte *Peer-Group-Analyse* mangels genügender Vergleichsunternehmen aber nicht wirklich aussagekräftig ist.

Company Report

Ausblick & Fazit

Die *Recyc Commodities SE* bewegt sich mit ihren Recyclingaktivitäten in einem **zukunftsträchtigen Geschäftsfeld**. Dem Recycling von Rohstoffen, insbesondere von PGM-Metallen, die im Wesentlichen von der Automobilindustrie für Katalysatoren nachgefragt werden, kommt eine steigende Bedeutung zu. Um sich den Zugang zu den Alt-Katalysatoren langfristig zu sichern, will die Recyc auch im **Ausland** Sammelstellen einrichten. Während das Katalysatorenrecycling in Deutschland bereits gut geregelt ist, weisen andere europäische Länder etwa in Osteuropa, aber vor allem auch in Südamerika und Afrika, wohin viele Fahrzeuge exportiert werden, noch deutliches **Nachholpotenzial** auf.

Hier will sich Recyc den Marktzugang zu Altkatalysatoren sichern. Durch die Ausstattung mit entsprechendem *Working Capital* sollen die Länderniederlassungen schnell in die Lage versetzt werden, sich operativ zu entwickeln. Denn mangelnde Finanzressourcen zur Überbrückung der mehrwöchigen Zeitspanne zwischen Ankauf und dem Wiederverkauf der Metalle nach erfolgter Umarbeitung stellen oftmals für konzernunabhängige Betriebe einen Engpassfaktor dar. Grundsätzlich ist die Strategie der Recyc Commodities SE des Aufbaus effizienter Strukturen zur Gewinnung neuer Sammelstellen also sinnvoll und vielversprechend. Ob sich diese **Strategie** im gewünschten Zeitraum umsetzen lässt, ob man die geeigneten Partner in den Ländern tatsächlich findet und ob sich so die Auslastung bei MWF und HanseKat wie prognostiziert steigern lässt, muss sich aber noch zeigen. Herr *Bosmediano* und sein Team haben sich diesbezüglich **ambitionierte Ziele** gesetzt.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> • Alle Wertschöpfungsstufen im Geschäftsmodell integriert • Schaffung eines eigenen Rhodium-Absatzmarktes bewirkt deutlichen Margengewinn • Zugang zum Kapitalmarkt bringt Wettbewerbsvorteil über Vorfinanzierung des Recycling-Prozesses • Zusatzerträge aus Finanzprodukten • Rhodium-Bestand bereits im Aufbau 	<ul style="list-style-type: none"> • Weiterhin hoher Kapitalbedarf zur Wachstumssicherung • Signifikante Minderheitsanteile in der Gruppenstruktur und hohe Fremdfinanzierungskosten schmälern Gewinn für den Recyc-Aktionär • Noch ein kleiner Player mit begrenzten Managementressourcen • Netzwerk an Sammelstellen bisher nur konzeptionell vorhanden • Newcomer ohne umfassende Branchenerfahrung
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> • Partizipation am Rohstoff-Boom • Auslands-Recyclingmärkte noch unterentwickelt • Fragmentierte Branche auf Ebene der Sammelstellen ermöglicht schnelle Marktanteilsgewinne • Bereits vorhandene Verarbeitungskapazitäten erlauben hohe Economies-of-scale • Mit der Initiierung von Finanzprodukten auf Rhodium kann Recyc u.U. selbst eine Rhodium-Hausse auslösen • Recyc könnte Übernahmekandidat werden 	<ul style="list-style-type: none"> • Die benötigten Kat-Mengen sind u.U. kaum am Markt verfügbar • Hohe Marktanteile auf den Ländermärkten zum Erreichen der Sammelziele erforderlich • Finanz- und Börsenlage kann die Internationalisierung verzögern • Preisentwicklung auf den Recycling-Märkten sehr volatil • Konjunkturbedingtes Abflachen des Rohstoff-Booms • Illegale Geschäfte mit Kats verzerren den Markt

Company Report

Die derzeitige **Wertabschätzung** für das Unternehmen stellt sich **komplex** dar, da es noch keine Konzernabschlüsse oder valides Zahlenmaterial zu einer Reihe von Gruppengesellschaften gibt. Bislang war lediglich die MWF mit relevanten Umsätzen operativ tätig, deren Ergebnisse jedoch noch durch rechtliche Probleme mit Alteigentümern belastet und daher u.U. verzerrt waren. Hier sollten sich zukünftig u.E. aber bessere Ergebnisse erzielen lassen. Die weiteren Länderniederlassungen müssen dagegen erst noch aufgebaut werden bzw. wurden wie die HanseKat gerade erst gegründet.

Über die Strukturen, die die reinen Recyclingprozesse abdecken, hinaus erscheinen uns vor allem die weiteren Aktivitäten der Provaluta interessant. Hier dürfte der Edelmetallhandel mit steigendem Output der Tochterunternehmen deutlich an Bedeutung gewinnen. Diesem Geschäft dürften nur geringe Kosten gegenüberstehen. Ebenso **interessant ist die Spekulation auf steigende Rhodium-Preise**. Die Provaluta hat bereits einen Rhodium-Bestand aufgebaut, der in den kommenden Monaten erweitert werden soll. Die Auflage des *Rhodium+ Funds* und eines *Endlos-Zertifikats* auf Rhodium, das von der Provaluta gemanaged wird, dürfte die Nachfrage nach Rhodium weiter steigern. Bislang waren Investitionen in Rhodium kaum möglich. Diese Zeit scheint nun aber vorbei, da auch die *Deutsche Bank* unlängst ein ETC auf Rhodium herausgebracht hat. Zweckgesellschaften müssen das Rhodium physisch hinterlegen. Die spekulative Nachfrage dürfte somit wie bei Platin und Palladium die für die Industrie verfügbaren Mengen reduzieren und somit die Preise steigern. **Für rohstoffaffine Anleger bietet sich mit einem Investment in die Recyc somit die Möglichkeit, in Bezug auf Rhodium auf einen signifikanten Nachholeffekt zu setzen.**

Dennoch bestehen bei der *Recyc Commodities SE* noch **erheblich Risiken**, da wesentliche Teile des zukünftigen Geschäfts erst noch entstehen müssen. Es wird somit viel Zukunft gehandelt, die sich nur begrenzt berechnen lässt. Mittels unseres DCF-Modells haben wir einen fairen Wert von EUR 10,21 je Aktie ermittelt. Bei einem Kurs von aktuellen EUR 5,00 (16.09.2011) wären damit über 100 % Kurspotenzial verbunden. **Dem spekulativen Anleger empfehlen wir die Aktie zum Kauf**, die Entwicklung des Unternehmens ist dabei aber kontinuierlich zu beobachten, da der Kurs im Wesentlichen von der Umsetzung der Pläne abhängt. Insbesondere die *Rhodium-Komponente* des Unternehmens könnte dabei für **positive Überraschungen** sorgen.

Quellen:

Recyc Commodities SE
MIDAS Research GmbH
www.finanztreff.de
www.maxblue.de
www.recyc.info

Company Report

MIDAS Research Leserservice

Möchten Sie unsere Analysen auch direkt per Email erhalten, registrieren Sie sich bitte auf unserer Web Site <http://www.midasresearch.de> unter „RESEARCH BEZUG“

DISCLAIMER (RISIKOHINWEISE UND VERTRIEBSBEDINGUNGEN)

This report is not suited for any individuals resident in any jurisdiction in which access to such reports is regulated by applicable laws. No investment decision must be based on any aspect of, or statement in, this report. If you are uncertain if this might apply in your case you should not access and consider this report.

Diese Publikation dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Informationen und Daten aus dieser Publikation stammen aus Quellen, die der Herausgeber zum Zeitpunkt der Erstellung für zuverlässig und vertrauenswürdig hält. Soweit es sich um nicht-öffentliche Quellen handelt, sind diese jeweils angegeben. Der Herausgeber und die von ihm zur Erstellung der Publikation beschäftigten Personen haben die größtmögliche Sorgfalt darauf verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten und zugrunde liegenden Daten und Tatsachen vollständig und zutreffend sowie die herangezogenen Einschätzungen und aufgestellten Prognosen realistisch sind. Diese Plausibilitätsüberprüfung genügt jedoch nicht den Anforderungen, wie sie sich aus den Grundsätzen zur Durchführung von Unternehmensbewertungen gemäß des Standards des Instituts der Deutschen Wirtschaftsprüfer IDW ("IDW Standard") ergeben.

Der Herausgeber übernimmt daher keine Gewähr oder Haftung für die Richtigkeit, Genauigkeit und Vollständigkeit der verwendeten und zugrunde liegenden Daten und Tatsachen, für die Angemessenheit der herangezogenen Einschätzungen oder für den Eintritt der aufgestellten Prognosen, es sei denn, es liegt eine grob fahrlässige oder vorsätzliche Pflichtverletzung zugrunde, die der Herausgeber zu vertreten hat. Insbesondere übernimmt der Herausgeber keine Garantie dafür, dass genannte Gewinnprognosen eintreffen oder genannte Kursziele erreicht werden. Die Haftung für Verstöße gegen vertragswesentliche Pflichten wird begrenzt auf den üblicherweise vorhersehbaren Schaden, höchstens jedoch EUR 20.000. Der Herausgeber hat keine Aktualisierungspflicht. Er weist darauf hin, dass Veränderungen in den verwendeten und zugrunde gelegten Daten und Tatsachen bzw. in den herangezogenen Einschätzungen einen Einfluss auf die prognostizierte Kursentwicklung oder auf die Gesamteinschätzung des besprochenen Wertpapiers haben können.

Diese Publikation stellt keine Aufforderung zur Zeichnung, zum Kauf oder zum Verkauf eines Wertpapiers dar. Weder durch den Bezug dieser Publikation noch durch die darin ausgesprochenen Empfehlungen oder wiedergegebenen Meinungen kommt ein Anlageberatungs- oder Anlagevermittlungsvertrag zwischen dem Herausgeber bzw. dem jeweiligen Verfasser und dem Bezieher der Publikation zu Stande. Jedes Investment in Aktien ist mit Risiken bis hin zum Totalverlust behaftet. Jegliche Entscheidung zur Zeichnung, zum Kauf oder zum Verkauf in Bezug auf ein in dieser Publikation besprochenes Wertpapier darf nicht auf Grundlage dieser Publikation erfolgen; sie sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen aus Prospekten und Angebotsschreiben des Emittenten und nach einer vorangehenden Beratung durch einen professionellen Anlageberater erfolgen. Diese Publikation darf nicht - auch nicht teilweise - als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in einem solchen Zusammenhang als verlässlich herangezogen werden. Diese Publikation wird dem Bezieher ausschließlich zu dessen Information zur Verfügung gestellt und darf von diesem nicht reproduziert oder an andere Personen weiter gegeben werden. Soweit nicht zwingendes Recht anderer Staaten anwendbar ist, findet das Recht der Bundesrepublik Deutschland Anwendung.

Der Gerichtsstand für alle Streitigkeiten ist Mannheim.

HINWEISE AUF MÖGLICHE INTERESSENKONFLIKTE

Diese Publikation ist von einem Wertpapierdienstleister, der mit der Emittentin in Geschäftsbeziehung steht, beauftragt worden. Die Emittentin hat vor Veröffentlichung Einsicht in diese Publikation genommen.

Wir weisen darauf hin, dass diese Veröffentlichung im Zusammenhang mit geplanten Aktienverkäufen stehen könnte und möglicherweise der Kurssteigerung dienen soll.

Jede Reproduktion, Veränderung oder Verwendung dieser Publikation ohne vorherige schriftliche Zustimmung der MIDAS Research GmbH ist unzulässig.

EMAIL: info@midas-research.de INTERNET: <http://www.midasresearch.de> KONTAKT: Simone Drepper (verantw.) +49(0)621/430 613 0

- Die MIDAS Research GmbH unterliegt der Beaufsichtigung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht BaFin -