



Almonty Industries Inc.

Kanada / Bergbau
Toronto
Bloomberg: AII CN
ISIN: CA0203981034

Zusage von der KfW
zur Sangdongminen-
Finanzierung

BEWERTUNG

KURSZIEL

Aufwärtspotenzial
Risikobewertung

BUY

CAD 1,45

173,6%
High

GÜNSTIGE FINANZIERUNG REFLEKTIERT HOHE ERFOLGSCHANCEN

Almonty hat von der KfW IPEX-Bank eine verbindliche Zusage über USD76 Mio. für die Projektfinanzierung der Wolframmine Sangdong in Südkorea erhalten. Die Oesterreichische Kontrollbank AG hat sich inzwischen verpflichtet, auf der Grundlage des 2018 mit Global Tungsten and Powders abgeschlossenen 10-Jahres-Abnahmevertrags eine Importkreditgarantie zu gewähren. Mit 2,5% zuzüglich LIBOR liegt der Zinssatz für das KfW-Darlehen weit unter den zweistelligen Sätzen, die kürzlich für die Finanzierung konkurrierender Wolframbergbauprojekte vereinbart wurden. Unserer Ansicht nach spiegelt dies die Stellung der Mine am niedrigsten Quartil der Kostenkurve, die Differenz von über USD75/MTU zwischen dem Mindestpreis der Abnahmevereinbarung und den Kosten pro MTU, sowie den durchschnittlichen Mineralisierungsgrad, der mit 0,5% doppelt so hoch ist wie der globale Durchschnitt, wider. Wir gehen davon aus, dass der Bau der Mine im Jahr 2021 abgeschlossen sein wird, um den Start der Großproduktion zu ermöglichen. Die potenzielle Förderungsdauer erstreckt sich über die Mitte dieses Jahrhunderts hinaus, und die jährliche Produktion beträgt mehr als das Doppelte der aktuellen Produktion von Almonty. Wir behalten unsere Kaufempfehlung bei und erhöhen das Kursziel auf CAD1,45 (vormals CAD1,35), um die durch die KfW-Verpflichtungserklärung bedingte Risikoreduzierung sowie positive Anpassungen unseres Bewertungsmodells nach Gesprächen mit dem Management zu berücksichtigen.

Finanzkosten bei Sangdong sehr niedrig im Vergleich zu konkurrierenden Projekten Der Laufzeit des Darlehens beträgt 6,25 Jahre. Der Kredit beinhaltet eine Tilgungsbefreiung während der Bauzeit und vierteljährliche Ratenzahlungen ab dem zweiten Jahrestag der Inanspruchnahme. Der Zinssatz beträgt 2,5% plus 3-Monats-USD-LIBOR (derzeit ca. 1,8%), aber Almonty geht davon aus, dass der Zinssatz sinken wird, sobald die Österreichische Kontrollbank AG (OekB) eine Exportkreditversicherung ausgibt. (b.w.)

FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

| | 2016/17 | 2017/18 | 2018/19E* | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------------------------|---------|---------|-----------|--------|--------|--------|
| Umsatz (CAD Mio.) | 39,02 | 65,17 | 54,91 | 42,50 | 95,00 | 112,18 |
| Jährliches Wachstum | 4,6% | 67,0% | -15,8% | -22,6% | 123,5% | 18,1% |
| EBIT (CAD Mio.) | -10,07 | -7,61 | 10,52 | 4,79 | 13,06 | 21,80 |
| EBIT-Marge | -25,8% | -11,7% | 19,2% | 11,3% | 13,8% | 19,4% |
| Jahresübers. (CAD Mio.) | -8,24 | -10,69 | 7,03 | 2,11 | 7,64 | 16,99 |
| EPS (verwässert) (CAD) | -0,07 | -0,06 | 0,04 | 0,01 | 0,03 | 0,06 |
| DPS (CAD) | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| FCF (CAD Mio.) | -13,83 | 4,67 | -13,52 | -40,25 | 0,09 | 29,32 |
| Nettoverschuldungsgrad | 105,9% | 98,8% | 116,5% | 54,5% | 55,3% | 20,2% |
| Liquide Mittel (CAD Mio.) | 4,47 | 8,72 | 3,00 | 73,78 | 57,57 | 70,14 |

*vom 01.10.18 bis 31.12.19. Darauffolgende Jahre sind Kalenderjahre.

RISIKEN

Risiken sind eine hingezogene Wolframpreisbaisse und das Ausbleiben der erwarteten Produktionsmenge bei der Wolframmine Sangdong.

UNTERNEHMENSPROFIL

Almonty ist ein auf den Erwerb notleidender und hinter den Zielen zurückbleibender Betriebe und Vermögenswerte in Wolfram-Märkten spezialisierter Turnaround-Investor und Betreiber.

HANDELSDATEN

Stand: 31. Jan 2020

| | |
|----------------------------------|-----------------|
| Schlusskurs | CAD 0,53 |
| Aktien im Umlauf | 182,72 Mio. |
| Marktkapitalisierung | CAD 96,84 Mio. |
| 52-Wochen-Tief/Hoch | CAD 0,41 / 1,08 |
| Durchschnittsvolumen (12 Monate) | 145.180 |

| Multiples | 2017/18 | 2018/19E | 2020E |
|--------------|---------|----------|-------|
| KGV | n.a. | 13,8 | 45,9 |
| EV/Sales | 2,2 | 2,6 | 3,4 |
| EV/EBIT | n.a. | 13,6 | 29,8 |
| Div.-Rendite | 0,0% | 0,0% | 0,0% |

KURSÜBERSICHT



UNTERNEHMENSDAT

Stand: 30. Sep 2019

| | |
|---------------------------|-----------------|
| Liquide Mittel | CAD 2,89 Mio. |
| Kurzfr. Vermögenswerte | CAD 20,73 Mio. |
| Immat. Vermögenswerte | CAD 58,80 Mio. |
| Bilanzsumme | CAD 152,16 Mio. |
| Kurzfr. Verbindlichkeiten | CAD 53,27 Mio. |
| Eigenkapital | CAD 48,23 Mio. |

AKTIONÄRSSTRUKT

| | |
|----------------------------------|-------|
| Lewis Black/Almonty Partners LLC | 19,7% |
| Global Tungsten & Powders Corp. | 15,2% |
| Deutsche Rohstoff AG | 12,8% |
| J.P. Morgan Chase & Co. | 8,5% |
| Free float and other | 43,8% |



Im Vergleich zu kürzlich gestarteten Wolframprojekten wie dem Barruecopardo-Bergwerk von Oaktree/Ormonde (Finanzierung im April 2015 abgeschlossen) und dem La Parrilla-Bergwerk von W Resources (Finanzierung im Februar 2018 abgeschlossen), die beide zu zweistelligen Zinssätzen finanziert wurden, ist die Finanzierung sehr kostengünstig.

Aus unserer Sicht spiegelt der niedrige Zinssatz des KfW-Darlehens Folgendes wider:

1. Große Marge zwischen dem Globalen Tungsten und Powders Mindestabnahmepreis und den Cashkosten Die zehnjährige 210.000 MTU p.a. Abnahmevereinbarung mit GTP sieht einen Mindestpreis für WO₃-Konzentrat von USD183 / MTU (= 10 kg) vor, der einem Wolfram-APT-Preis von USD235 / MTU entspricht. Die geschätzten Cashkosten betragen USD106 pro MTU.

2. Hochgradige Ressource Mit 0,5% ist der durchschnittliche Gehalt der Mineralisierung in Sangdong doppelt so hoch wie der globale Durchschnitt.

3. Lange historische Produktionsbilanz Die Hauptlagerstätte in Sangdong wurde 1939/40 entdeckt, aber die Produktionsdaten für die 1940er und späten 1980er / frühen 1990er Jahre gingen entweder verloren oder wurden nie vollständig dokumentiert. Die Produktion in den Jahren 1952-87 belief sich jedoch auf 7,49 Mio. MTU, was einer durchschnittlichen Jahresproduktion von 208.000 MTU bei einer Spanne zwischen 99.400 MTU im Jahr 1955 und 326.000 MTU im Jahr 1961 entspricht. Die Produktion wurde 1992 aufgrund niedriger Wolframpreise eingestellt. Die durchschnittliche jährliche Produktionsmenge von 208.000 MTU in den Jahren 1952 bis 1987 entspricht nahezu dem jährlichen 210.000 MTU-Volumen, das durch die GTP-Abnahme festgelegt wurde.

4. Große, hochgradige, nicht abgebaute Ressource Auf der Grundlage der aktuellen Ressourcenschätzung geht das Management davon aus, dass weniger als ein Drittel der Lagerstätte abgebaut wurde. Der historische Bergbau konzentrierte sich auf den zentralen Teil der Hauptader. Die oberen und unteren Teile des Adersystems (Footwall und Hanging Wall) sowie die umgebende HALO-Zone bleiben jedoch weitgehend ungebaut. Diese Zonen machen 90% der NI 43-101-konformen Ressourcenschätzung 2016 aus (siehe Abbildung 1 unten)

Abbildung 1: 2016 NI 43-101-konforme Ressourcenschätzung nach mineralisierter Zone

| Ressourcen-Kategorie | Mineralisierte Zone | Tonnen Kt | WO ₃ % | Enthaltene WO ₃ (MTU) |
|----------------------|---------------------|---------------|-------------------|----------------------------------|
| | Hanging Wall | 3.121 | 0,55 | 1.716.550 |
| | Hauptzone | 854 | 0,49 | 418.460 |
| | Footwall 1 | 295 | 0,44 | 129.800 |
| | Footwall 2 | 1.554 | 0,52 | 808.080 |
| Angezeigt | HALO | 311 | 0,22 | 68.420 |
| | Footwall 3 | 1.578 | 0,51 | 804.780 |
| | Footwall 4 | 253 | 0,33 | 83.490 |
| | Footwall 5 | 63 | 0,36 | 22.680 |
| | Gesamt | 8.029 | 0,51 | 4.052.260 |
| | Hanging Wall | 29.208 | 0,48 | 13.923.454 |
| | Hauptzone | 4.235 | 0,47 | 1.990.450 |
| | Footwall 1 | 467 | 0,27 | 126.090 |
| | Footwall 2 | 3.935 | 0,41 | 1.613.350 |
| Abgeleitet | HALO | 104 | 0,20 | 20.800 |
| | Footwall 3 | 4.386 | 0,39 | 1.710.540 |
| | Footwall 4 | 5.800 | 0,32 | 1.856.000 |
| | Footwall 5 | 2.552 | 0,33 | 842.160 |
| | Gesamt | 50.686 | 0,43 | 22.082.843 |

Quelle: Almonty Industries Inc.



Die südkoreanische Industrie ist ein wahrscheinlicher Käufer für einen Teil der Produktion, der über die GTP-Anforderungen hinausgeht Almonty plant, die Produktion von Wolframkonzentrat in Sangdong auf rd. 500.000 MTU jährlich bis 2025 anzuheben. Der Abnahmevertrag mit GTP wird 210.000 MTU davon ausmachen. Der Inlandsmarkt ist ein wahrscheinlicher Käufer für einen Teil des Saldos von 290.000 MTU p.a. 2018 entfiel auf die südkoreanische Halbleiter- / LED- / LCD-Industrie über ein Drittel der 6.215 Tonnen reinen Wolframgehalts, die in Oxidform aus China in das Land importiert wurden. In WO₃ ausgedrückt beliefen sich die südkoreanischen Importe auf über 250.000 MTU.

BEWERTUNG

Unsere Bewertung von Sangdong basiert weitgehend auf den von Almonty in der Präsentation des Unternehmens vom Oktober 2019 veröffentlichten Proforma-Zahlen. Der Hauptunterschied zwischen unseren und den Almonty-Zahlen besteht darin, dass wir von einem durchschnittlichen Preis für Wolfram-APT für die Lebensdauer der Mine von USD260 ausgehen. Almonty verwendet einen durchschnittlichen Preis für die Lebensdauer von USD300. Almonty geht weiterhin von einem Cash-Preis pro MTU von USD106 aus. Im technischen Bericht NI 43-101 über das Projekt vom Juli 2016 wurde ein Wert von USD133 / MTU angegeben. Die Kostenreduzierung spiegelt sowohl Änderungen des geplanten Aufbereitungsanlagen-Flowsheets seit 2016 als auch Größenvorteile wider, die sich aus einem höheren angenommenen Erzdurchsatz ergeben.

Geplantes Sangdong-Fließbild jetzt nur auf Basis der Flotation Das 2016-Fließbild enthielt sowohl die Schwerkrafttrennung als auch die Prozessschritte der Flotation, während die neuesten Pläne nur die Flotation beinhalten. Die kürzlich in der Pilotanlage von Almonty (1/16 der Größe der geplanten Großanlage) durchgeführte Erzaufbereitung unter ausschließlicher Verwendung der Flotation erzielte eine WO₃-Gewinnung von 90%. Dem steht die Annahme von 81% im technischen Bericht 2016 gegenüber. Der übliche Kompromiss im Zusammenhang mit der hohen Rückgewinnungsrate bei Verwendung der Flotation besteht darin, dass die Qualität des Konzentrat-Endprodukts auf ein unannehmbar niedriges Niveau fällt. Bei der Pilotverarbeitung gelang es Almonty jedoch, das marktübliche 65% ige WO₃-Konzentrat durch Verwendung von Schaumbildnern herzustellen.

Subventionen drücken endgültige Cash-Kosten / MTU unter USD100 Die Cash-Kosten in Höhe von USD106 / MTU sind vor Subventionen angegeben. Das Management erwartet einen Zuschuss in Höhe von USD5 bis 10 / MTU zur Finanzierung der Abraum-Entsorgung. Für diesen Zuschuss werden die endgültigen Bargeldkosten unter USD100 / MTU berechnet. Im technischen Bericht 2016 wurde zusätzlich ein Steuersatz von 24,25% nach einer anfänglichen zweijährigen Steuerbefreiung angenommen. Das Management hat uns mitgeteilt, dass sich der Standort von Sandong in einem Gebiet, das von den südkoreanischen Behörden als FIZ (Foreign Investment Zone) ausgewiesen wurde, befindet. Dies hat zur Folge, dass in den ersten drei Jahren, in denen Gewinne erzielt werden, für das Projekt keine Steuern anfallen. In den beiden Folgejahren beträgt die Steuer die Hälfte des südkoreanischen Normalsatzes von 25%.

Wir behalten unsere Kaufempfehlung bei, erhöhen jedoch das Kursziel auf CAD1,45 (vormals: CAD1,35) Abbildung 4 umseitig zeigt unser Bewertungsmodell. Die wichtigste Änderung seit unserer letzten Veröffentlichung vom 25. November ist, dass wir den Zinssatz für die Diskontierung von Cashflows sowohl in Sangdong als auch in Panasqueira / Los Santos / Valtreixal von 10% auf 9% gesenkt haben, um die durch die KfW-Verpflichtungserklärung bedingte Risikoreduzierung zu berücksichtigen. Wir haben wie oben erläutert auch die prognostizierte Steuerbelastung für die Sangdong-Cashflows reduziert.



BEWERTUNGSMODELL

Abbildung 2: DCF-Bewertung Sangdong*

| USD | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E |
|------------------------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Wolfram APT-Preis | 260 | 260 | 260 | 260 | 260 | 260 | 260 | 260 | 260 | 260 | 260 |
| WO ₃ -Preis (USD) | 203 | 203 | 203 | 203 | 203 | 203 | 203 | 203 | 203 | 203 | 203 |
| Produzierte MTUs | 7.725 | 209.585 | 273.074 | 260.380 | 391.522 | 494.554 | 494.554 | 494.554 | 494.554 | 494.554 | 494.554 |
| Umsatz | 1.566.643 | 42.503.929 | 55.379.457 | 52.805.000 | 79.400.723 | 100.295.650 | 100.295.650 | 100.295.650 | 100.295.650 | 100.295.650 | 100.295.650 |
| Erzabbaukosten | 589.174 | 10.569.609 | 14.093.711 | 14.610.930 | 22.485.197 | 28.250.000 | 28.250.000 | 28.250.000 | 28.250.000 | 28.250.000 | 28.250.000 |
| Verarbeitungskosten | 228.402 | 6.292.705 | 8.198.926 | 8.198.926 | 12.131.241 | 15.323.673 | 15.323.673 | 15.000.000 | 15.000.000 | 15.000.000 | 15.000.000 |
| Allgemeine/Verwaltungskosten | 640.000 | 2.174.530 | 2.833.250 | 2.833.250 | 4.192.115 | 5.295.303 | 5.295.303 | 5.880.000 | 5.880.000 | 5.880.000 | 5.880.000 |
| Operative Kosten (gesamt) | 1.457.576 | 19.036.843 | 25.125.887 | 25.643.106 | 38.808.553 | 48.868.976 | 48.868.976 | 49.130.000 | 49.130.000 | 49.130.000 | 49.130.000 |
| Operative Kosten pro MTU | 189 | 91 | 92 | 98 | 99 | 99 | 99 | 99 | 99 | 99 | 99 |
| EBITDA | 109.067 | 23.467.086 | 30.253.570 | 27.161.894 | 40.592.170 | 51.426.674 | 51.426.674 | 51.165.650 | 51.165.650 | 51.165.650 | 51.165.650 |
| Abschreibungen | 0 | 10.542.838 | 10.847.955 | 10.847.955 | 10.918.025 | 11.141.100 | 11.420.457 | 11.947.192 | 1.809.626 | 1.504.509 | 1.504.509 |
| EBIT | 109.067 | 12.924.248 | 19.405.615 | 16.313.939 | 29.674.145 | 40.285.574 | 40.006.217 | 39.218.458 | 49.356.024 | 49.661.141 | 49.661.141 |
| Steuern | 0 | 0 | 0 | 0 | 3.709.268 | 5.035.697 | 7.254.600 | 6.132.483 | 8.752.418 | 8.765.966 | 8.765.966 |
| Steuersatz | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 12,5% | 12,5% | 18,1% | 15,6% | 17,7% | 17,7% | 17,7% |
| Operativer Cashflow | 109.067 | 23.467.086 | 30.253.570 | 27.161.894 | 36.882.902 | 46.390.977 | 44.172.074 | 45.033.167 | 42.413.232 | 42.399.684 | 42.399.684 |
| Anfängliche Investitionen | 35.908.173 | 37.891.693 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Unterstützende Investitionen | 0 | 0 | 2.135.822 | 0 | 490.489 | 1.561.521 | 1.955.503 | 3.687.141 | 2.836.907 | 0 | 0 |
| Nettocashflow | -35.799.106 | -14.424.607 | 28.117.748 | 27.161.894 | 36.392.413 | 44.829.456 | 42.216.571 | 41.346.026 | 39.576.325 | 42.399.684 | 42.399.684 |
| Diskontierter Cashflow | -33.107.927 | -12.238.757 | 21.887.056 | 19.397.259 | 23.843.207 | 26.945.782 | 23.280.043 | 20.917.419 | 18.368.906 | 18.054.437 | 16.563.703 |
| Barwert der Cashflows (9%) | 274.964.071 | | | | | | | | | | |

* aus Layoutgründen werden nur die Jahre bis 2030 gezeigt, das Modell reicht aber bis 2045

Quelle: First Berlin Equity Research Schätzungen

Abbildung 3: DCF-Bewertung Los Santos, Panasqueira, Valtreixal

| | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Wolfram APT-Preis | 260 | 260 | 260 | 260 | 260 | 260 | 260 | 260 | 260 |
| WO ₃ -Preis (USD) | 203 | 203 | 203 | 203 | 203 | 203 | 203 | 203 | 203 |
| Produzierte MTUs | 145.453 | 145.294 | 145.978 | 144.644 | 146.000 | 233.325 | 218.348 | 203.371 | 199.627 |
| Umsatz | 29.497.953 | 29.465.636 | 29.604.248 | 29.333.724 | 29.608.713 | 47.318.354 | 44.281.026 | 41.243.697 | 40.484.364 |
| Erzabbaukosten | 9.778.539 | 9.778.539 | 9.778.539 | 9.778.539 | 14.120.055 | 16.404.222 | 13.776.650 | 14.380.235 | 12.248.945 |
| Verarbeitungskosten | 9.481.249 | 9.462.892 | 9.462.893 | 9.462.893 | 9.462.893 | 9.629.854 | 9.629.854 | 7.769.854 | 7.769.854 |
| Allgemeine/Verwaltungskosten | 5.472.225 | 5.465.136 | 5.465.137 | 5.465.137 | 5.465.137 | 5.271.844 | 5.271.844 | 5.271.844 | 5.271.844 |
| Kosten der Konzernzentrale | 1.968.750 | 1.968.750 | 1.968.750 | 1.968.750 | 1.968.750 | 1.968.750 | 1.968.750 | 1.968.750 | 1.968.750 |
| Operative Kosten (gesamt) | 26.700.763 | 26.675.317 | 26.675.319 | 26.675.319 | 31.016.835 | 33.274.670 | 30.647.098 | 29.390.683 | 27.259.393 |
| Operative Kosten pro MTU | 184 | 184 | 183 | 184 | 212 | 143 | 140 | 145 | 137 |
| EBITDA | 2.797.190 | 2.790.319 | 2.928.929 | 2.658.405 | -1.408.122 | 14.043.684 | 13.633.928 | 11.853.014 | 13.224.971 |
| Abschreibungen | 5.762.520 | 5.817.269 | 5.817.269 | 5.817.269 | 5.817.269 | 8.653.825 | 8.653.826 | 8.653.825 | 8.653.825 |
| EBIT | -2.965.330 | -3.026.950 | -2.888.340 | -3.158.864 | -7.225.391 | 5.389.859 | 4.980.102 | 3.199.189 | 4.571.146 |
| Steuern | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1.347.465 | 1.245.025 | 799.797 | 1.142.787 |
| Steuersatz | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 25,0% | 25,0% | 25,0% | 25,0% |
| Operativer Cashflow | 2.797.190 | 2.790.319 | 2.928.929 | 2.658.405 | -1.408.122 | 12.696.219 | 12.388.902 | 11.053.217 | 12.082.185 |
| Unterstützende Investitionen | 1.500.000 | 1.500.000 | 1.500.000 | 1.500.000 | 1.500.000 | 1.500.000 | 1.500.000 | 1.500.000 | 1.500.000 |
| Nettocashflow | 1.297.190 | 1.290.319 | 1.428.929 | 1.158.405 | -2.908.122 | 11.196.219 | 10.888.902 | 9.553.217 | 10.582.185 |
| Diskontierter Cashflow | 1.199.675 | 1.094.789 | 1.112.289 | 827.258 | -1.905.313 | 6.729.747 | 6.004.611 | 4.833.080 | 4.911.602 |
| Barwert der Cashflows (9%) | 24.807.737 | | | | | | | | |

Quelle: First Berlin Equity Research Schätzungen

Abbildung 4: Sum-of-the-parts Bewertung

| USD 000 | |
|--|----------------|
| Sangdong | 274.964 |
| Los Santos, Panasqueira, Valtreixal | 24.808 |
| Gesamtunternehmenswert | 299.772 |
| Gesamtunternehmenswert (CAD 000) | 395.669 |
| Plus: Pro-forma-Nettocashposition (CAD 000) | 9.948 |
| Fairer Wert des Eigenkapitals (CAD 000) | 405.647 |
| Pro-forma Aktienanzahl (000) | 279.296 |
| Fairer Wert je Aktie (CAD) | 1,45 |

Quelle: First Berlin Equity Research Schätzungen



GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

| Alle Angaben in Tsd CAD | 2016/17A | 2017/18A | 2018/19E* | 2020E | 2021E | 2022E |
|--|----------------|----------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| Umsatz | 39.018 | 65.171 | 54.906 | 42.501 | 95.000 | 112.178 |
| Produktionsskosten | 32.349 | 36.699 | 34.437 | 27.680 | 47.657 | 54.825 |
| EBITDA vom Minenbetrieb | 6.669 | 28.472 | 20.469 | 14.821 | 47.343 | 57.354 |
| Wertberichtigungen | 0 | 15.604 | -4.150 | 0 | 0 | 0 |
| Abschreibungen & Amortisation | 6.400 | 11.155 | 5.082 | 2.960 | 21.595 | 21.998 |
| Ergebnis des Minenbetriebs | 269 | 1.713 | 19.537 | 11.861 | 25.748 | 35.355 |
| Allgemeine und Verwaltungskosten | 10.336 | 8.426 | 8.948 | 6.800 | 12.683 | 13.553 |
| Aktienbasierte Vergütung | 0 | 897 | 68 | 272 | 0 | 0 |
| EBIT | -10.067 | -7.610 | 10.521 | 4.789 | 13.064 | 21.803 |
| Nettofinanzergebnis | 2.436 | 2.459 | 3.214 | 2.308 | 5.266 | 4.553 |
| Gewinn aus der Schuldenbereinigung | 3.015 | 0 | 1.227 | 0 | 0 | 0 |
| Wechselkursbedingte (Gewinne) Verluste | -1.368 | -95 | 707 | 0 | 0 | 0 |
| EBT | -8.120 | -9.974 | 7.827 | 2.481 | 7.798 | 17.249 |
| Steuern | 122 | 715 | 798 | 372 | 156 | 259 |
| Minderheitsbeteiligungen | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Nettogewinn/ -verlust | -8.242 | -10.689 | 7.029 | 2.109 | 7.642 | 16.991 |
| Verwässerte EPS (in CAD) | -0,07 | -0,06 | 0,04 | 0,01 | 0,03 | 0,06 |
| EBITDA | -3.667 | 3.545 | 15.603 | 7.749 | 34.660 | 43.801 |
| Kennzahlen | | | | | | |
| EBITDA-Marge | -9,4% | 5,4% | 28,4% | 18,2% | 36,5% | 39,0% |
| EBIT-Marge | -25,8% | -11,7% | 19,2% | 11,3% | 13,8% | 19,4% |
| Nettomarge | -21,1% | -16,4% | 12,8% | 5,0% | 8,0% | 15,1% |
| Steuersatz | n.m. | n.m. | 10,2% | 15,0% | 2,0% | 1,5% |
| Ausgaben in % vom Umsatz | | | | | | |
| Produktionsskosten | 82,9% | 56,3% | 62,7% | 65,1% | 50,2% | 48,9% |
| Wertberichtigungen | 0,0% | 23,9% | -7,6% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Allgemeine und Verwaltungskosten | 26,5% | 12,9% | 16,3% | 16,0% | 13,4% | 12,1% |
| Jährliches Wachstum | | | | | | |
| Gesamtumsatz | 4,6% | 67,0% | -15,8% | -22,6% | 123,5% | 18,1% |
| Operatives Ergebnis | n.m. | n.m. | n.m. | -54,5% | 172,8% | 66,9% |
| Nettogewinn/ -verlust | n.m. | n.m. | n.m. | -70,0% | 262,4% | 122,3% |

*vom 01.10.18 bis 31.12.19. Darauf folgende Jahre sind Kalenderjahre.



BILANZ

| Alle Angaben in Tsd CAD | 2016/17A | 2017/18A | 2018/19E* | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Vermögen | | | | | | |
| Umlaufvermögen, gesamt | 15.823 | 24.469 | 19.691 | 83.724 | 94.719 | 111.088 |
| Liquide Mittel | 4.473 | 8.721 | 3.000 | 73.778 | 57.574 | 70.143 |
| Forderungen aus Lieferungen und Leistungen | 1.420 | 2.674 | 2.196 | 1.700 | 3.800 | 2.244 |
| Umsatzsteuerforderungen | 1.372 | 1.960 | 2.141 | 1.658 | 3.705 | 4.375 |
| Vorräte | 7.274 | 9.698 | 10.981 | 5.525 | 27.265 | 32.195 |
| Sonstige Forderungen | 1.284 | 1.416 | 1.373 | 1.063 | 2.375 | 2.131 |
| Anlagevermögen, gesamt | 144.328 | 122.833 | 136.375 | 186.812 | 204.921 | 200.004 |
| Minenanlagen | 115.721 | 91.255 | 102.674 | 153.005 | 171.000 | 166.024 |
| Abraumvorräte | 23.492 | 28.084 | 28.084 | 28.084 | 28.084 | 28.084 |
| Latente Steuern | 2.864 | 1.226 | 3.294 | 3.400 | 3.800 | 4.487 |
| Zahlungsmittel mit Verfügungsbeschränkungen | 1.300 | 1.245 | 1.300 | 1.300 | 1.014 | 386 |
| Sonstiges Vermögen | 951 | 1.023 | 1.023 | 1.023 | 1.023 | 1.023 |
| Aktiva | 160.151 | 147.302 | 156.067 | 270.536 | 299.640 | 311.093 |
| Eigenkapital und Verbindlichkeiten | | | | | | |
| Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt | 47.374 | 53.091 | 59.786 | 42.967 | 77.562 | 96.409 |
| Bankschulden | 9.447 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen | 22.479 | 25.673 | 19.217 | 21.251 | 55.480 | 65.512 |
| Passive Rechnungsabgrenzungsposten | 3.951 | 1.542 | 3.569 | 2.763 | 6.175 | 7.292 |
| Kurzfristiger Anteil der langfristigen Verschuldung | 11.497 | 25.876 | 37.000 | 18.954 | 15.907 | 23.605 |
| Langfristige Verbindlichkeiten, gesamt | 67.152 | 53.348 | 53.881 | 140.581 | 136.535 | 125.489 |
| Langfristige Verschuldung | 33.162 | 24.455 | 16.684 | 103.518 | 89.985 | 64.913 |
| Renaturierungs- und sonstige Rückstellungen | 32.790 | 28.893 | 35.000 | 36.000 | 42.750 | 56.089 |
| Latente Steuern | 1.200 | 0 | 2.196 | 1.063 | 3.800 | 4.487 |
| Anteile Dritter | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Eigenkapital | 45.625 | 40.863 | 42.400 | 86.988 | 85.543 | 89.194 |
| Passiva | 160.151 | 147.302 | 156.067 | 270.536 | 299.640 | 311.093 |
| Kennzahlen | | | | | | |
| Current ratio (x) | 0,33 | 0,46 | 0,33 | 1,95 | 1,22 | 1,15 |
| Quick ratio (x) | 0,18 | 0,28 | 0,15 | 1,82 | 0,87 | 0,82 |
| Nettoverbindlichkeiten | 48,33 | 40,37 | 49,38 | 47,39 | 47,30 | 17,99 |
| Net Gearing | 105,9% | 98,8% | 116,5% | 54,5% | 55,3% | 20,2% |
| Buchwert je Aktie (in €) | 0,27 | 0,23 | 0,23 | 0,33 | 0,32 | 0,34 |
| Return on Equity (ROE) | -20,3% | -24,7% | 16,9% | 3,3% | 8,9% | 19,4% |

*vom 01.10.18 bis 31.12.19. Darauf folgende Jahre sind Kalenderjahre.



CASHFLOWRECHNUNG

| Alle Angaben in Tsd CAD | 2016/17A | 2017/18A | 2018/19E* | 2020E | 2021E | 2022E |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Nettogewinn vor Minderheitsanteilen | -8.242 | -10.689 | 7.029 | 2.109 | 7.642 | 16.991 |
| Aktienbasierte Vergütung | 472 | 897 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Abschreibungen und Amortisation | 6.400 | 11.155 | 5.082 | 2.960 | 21.595 | 21.998 |
| Zinsaufwand | 2.436 | 2.459 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Steueraufwand | 122 | 715 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Wertberichtigung der Minenanlage | 0 | 15.604 | -4.150 | 0 | 0 | 0 |
| Wertberichtigung der Vorräte | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Gewinn aus der Schuldenbereinigung | -3.015 | 0 | -1.015 | 0 | 0 | 0 |
| Unrealisierter wechsellkursbedingter (Gewinn) Verlust | -1.320 | 936 | 1.411 | 0 | 0 | 0 |
| Sonstige nicht-cashrelevante Posten | 104 | -215 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Gezahlte Zinsen und Steuern | -920 | -1.199 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Netto Veränderung des nicht-cashrelevanten Umlaufvermögens | 4.620 | -5.091 | -5.372 | 7.973 | 10.442 | 7.349 |
| Veränderung des Abrauminventars | -3.545 | -3.632 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Operativer Cashflow | -2.888 | 10.940 | 2.985 | 13.042 | 39.679 | 46.338 |
| Investitionen in Minenanlagen | -10.945 | -6.270 | -16.501 | -53.291 | -39.590 | -17.023 |
| Freier Cashflow | -13.833 | 4.670 | -13.516 | -40.249 | 90 | 29.315 |
| Sonstige Investitionen | 266 | 247 | -55 | 0 | 286 | 629 |
| Cashflow aus Investitionstätigkeit | -10.679 | -6.023 | -16.556 | -53.291 | -39.304 | -16.394 |
| Cashflow aus FK-Finanzierung, netto | 7.581 | -5.295 | 7.503 | 68.788 | -16.580 | -17.374 |
| Cashflow aus EK-Finanzierung, netto | 6.353 | 4.755 | 743 | 42.240 | 0 | 0 |
| Gezahlte Dividenden | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Sonstige Finanzierung | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Cashflow aus Finanzierungstätigkeit | 13.934 | -540 | 8.246 | 111.028 | -16.580 | -17.374 |
| FOREX & sonstige Effekte | -109 | -129 | -396 | 0 | 0 | 0 |
| Veränderung der liquiden Mittel | 258 | 4.248 | -5.721 | 70.778 | -16.205 | 12.570 |
| Cash am Anfang der Periode | 4.215 | 4.473 | 8.721 | 3.000 | 73.778 | 57.574 |
| Cash zum Ende der Periode | 4.473 | 8.721 | 3.000 | 73.778 | 57.574 | 70.143 |
| EBITDA je Aktie (in CAD) | -0,03 | 0,02 | 0,09 | 0,03 | 0,13 | 0,17 |
| Jährliches Wachstum | | | | | | |
| Operativer Cashflow | n.m. | n.m. | n.m. | 337,0% | 204,2% | 16,8% |
| Freier Cashflow | n.m. | n.m. | n.m. | 197,8% | -100,2% | 32580,6% |
| EBITDA je Aktie | n.m. | n.m. | 334,0% | -63,9% | 324,5% | 26,4% |

*vom 01.10.18 bis 31.12.19. Darauf folgende Jahre sind Kalenderjahre.

FIRST BERLIN ANLAGEEMPFEHLUNG- & KURSZIELHISTORIE

| Bericht Nr.: | Tag der Veröffentlichung | Schlusskurs Vortag | Anlageempfehlung | Kursziel/Bewertung |
|----------------|--------------------------|--------------------|------------------|--------------------|
| Initial Report | 6. Juni 2017 | CAD 0,25 | Buy | CAD 0,60 |
| 2...7 | ↓ | ↓ | ↓ | ↓ |
| 8 | 16. Mai 2019 | CAD 1,02 | Buy | CAD 1,35 |
| 9 | 19. August 2019 | CAD 0,80 | Buy | CAD 1,35 |
| 10 | 25. November 2019 | CAD 0,62 | Buy | CAD 1,35 |
| 11 | Today | CAD 0,53 | Buy | CAD 1,45 |

Ersteller: Simon Scholes, Analyst

Für die Erstellung verantwortliches Unternehmen:

First Berlin Equity Research GmbH

Mohrenstraße 34
10117 Berlin

Tel. +49 (0)30 - 80 96 93 94 Fax +49 (0)30 - 80 93 96 87

info@firstberlin.com

www.firstberlin.com

Für die Weitergabe oder die Verbreitung der Finanzanalyse verantwortliche Person: Martin Bailey

Copyright© 2020 First Berlin Equity Research GmbH. Kein Teil dieser Finanzanalyse darf ohne vorherige schriftliche Genehmigung durch die First Berlin Equity Research GmbH kopiert, fotokopiert, vervielfältigt oder weiterverbreitet werden, gleich in welcher Form und durch welches Medium. Bei Zitaten ist die First Berlin Equity Research GmbH als Quelle anzugeben. Weitere Informationen sind auf Anfrage erhältlich.

ANGABEN GEM. § 34B WERTPAPIERHANDELSGESETZ (WPHG), GEM. DER VERORDNUNG (EU) NR. 596/2014 DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES VOM 16. APRIL 2014 ÜBER MARKTMISSBRAUCH (MARKTMISSBRAUCHSVERORDNUNG) UND GEM. DER FINANZANALYSE-VERORDNUNG (FINANV)

Die First Berlin Equity Research GmbH (im Folgenden: „First Berlin“) erstellt Finanzanalysen unter Berücksichtigung der einschlägigen regulatorischen Vorgaben, insbesondere des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG), der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und der Finanzanalyseverordnung (FinAnV). Mit den nachfolgenden Erläuterungen informiert First Berlin Anleger über die gesetzlichen Vorgaben, die bei der Erstellung von Finanzanalysen zu beachten sind.

INTERESSENKONFLIKTE

Nach § 34b Abs. 1 WpHG und der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) dürfen Finanzanalysen nur dann weitergegeben oder öffentlich verbreitet werden, wenn Umstände oder Beziehungen, die bei den Erstellern, den für die Erstellung verantwortlichen juristischen Personen oder mit diesen verbundenen Unternehmen Interessenkonflikte begründen können, zusammen mit der Finanzanalyse offen gelegt werden.

First Berlin bietet ein Dienstleistungsspektrum an, das über die Erstellung von Finanzanalysen hinausgeht. Obwohl First Berlin darum bemüht ist, Interessenkonflikte nach Möglichkeit zu vermeiden, kann First Berlin mit dem analysierten Unternehmen strukturell insbesondere folgende, einen potentiellen Interessenkonflikt begründende, Beziehungen haben (weitere Informationen und Angaben können auf Anfrage zur Verfügung gestellt werden):

- Der Ersteller, First Berlin, oder ein mit First Berlin verbundenes Unternehmen hält eine Beteiligung von mehr als 5% am Grundkapital des analysierten Unternehmens;
- Der Ersteller, First Berlin, oder ein mit First Berlin verbundenes Unternehmen hat innerhalb der letzten 12 Monate Investmentbanking- oder Beratungsleistungen für das analysierte Unternehmen erbracht, für die eine Vergütung zu entrichten war oder getätigt wurde;
- Der Ersteller, First Berlin, oder ein mit First Berlin verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zur Erstellung einer Finanzanalyse getroffen, für die eine Vergütung geschuldet ist;
- Der Ersteller, First Berlin, oder ein mit First Berlin verbundenes Unternehmen hat anderweitige bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen;

First Berlin F.S.B. Investment-Beratungsgesellschaft mbH (im Folgenden FBIB), eine Tochtergesellschaft der First Berlin Group, hält einen Anteil von unter 0,1% der Aktien an der Gesellschaft, die Gegenstand dieser Analyse ist. Der Analyst unterliegt keinerlei Beschränkungen bezüglich seiner Empfehlung und ist deshalb unabhängig. Insofern glauben wir, dass kein Interessenkonflikt besteht.

Um mögliche Interessenkonflikte zu vermeiden und ggf. zu handhaben, verpflichten sich sowohl der Ersteller der Finanzanalyse als auch First Berlin, Wertpapiere des analysierten Unternehmens weder zu halten noch in irgendeiner Weise mit ihnen zu handeln. Die Vergütung des Erstellers der Finanzanalyse steht in keinem direkten oder indirekten Zusammenhang mit den in der Finanzanalyse vertretenen Empfehlungen oder Meinungen. Darüber hinaus ist die Vergütung des Erstellers der Finanzanalyse weder direkt an finanzielle Transaktionen noch an Börsenumsätze oder Vermögensverwaltungsgebühren gekoppelt.

Sofern sich trotz dieser Maßnahmen ein oder mehrere der vorgenannten Interessenkonflikte auf Seiten des Erstellers oder von First Berlin nicht vermeiden lassen, wird auf diesen Interessenkonflikt hingewiesen.

ANGABEN NACH WERTPAPIERHANDELSGESETZ (WPHG) §64: BESONDERE VERHALTENSREGELN BEI DER ERBRINGUNG VON ANLAGEBERATUNG UND FINANZPORTFOLIOVERWALTUNG; ERORDNUNGSERMÄCHTIGUNG (ZWEITES GESETZ ZUR NOVELLIERUNG VON FINANZMARKTVORSCHRIFTEN AUF GRUND EUROPÄISCHER RECHTSAKTE (ZWEITES FINANZMARKTNOVELLIERUNGSGESETZ - 2. FIMANOG) VOM 23. JUNI 2017, RICHTLINIE 2014/65/EU DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES VOM 15. MAI 2014 ÜBER MÄRKTE FÜR FINANZINSTRUMENTE SOWIE ZUR ÄNDERUNG DER RICHTLINIEN 2002/92/EG UND 2011/61/EU (NEUFASSUNG) UND DIE DAZUGEHÖRIGE VERORDNUNG ÜBER MÄRKTE FÜR FINANZINSTRUMENTE (MARKETS IN FINANCIAL INSTRUMENTS REGULATION, MIFIR, VERORDNUNG (EU) NR. 600/2014

First Berlin weist darauf hin, dass sie mit der Emittentin einen Vertrag zur Erstellung von Wertpapieranalysen abgeschlossen hat und dafür von der Emittentin bezahlt wird. First Berlin stellt die Wertpapieranalyse allen interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen gleichzeitig zur Verfügung. Damit sieht First Berlin die in §64 WpHG formulierten Bedingungen für Zuwendungen, die als geringfügiger nichtmonetärer Vorteil zu werten sind, als erfüllt an.

STICHTAGE VON KURSEN

Falls nicht anders angegeben, beziehen sich aktuelle Kurse auf Schlusskurse des vorherigen Handelstages.

ABSTIMMUNG MIT DEM ANALYSIERTEN UNTERNEHMEN UND EINFLUSSNAHME

Die vorliegende Finanzanalyse basiert auf eigenen Recherchen und Erkenntnissen des Erstellers. Der Ersteller hat diese Studie ohne direkte oder indirekte Einflussnahme seitens des analysierten Unternehmens erstellt. Teile der Finanzanalyse wurden dem analysierten Unternehmen möglicherweise vor der Veröffentlichung ausgehändigt, um Unrichtigkeiten bei der Tatsachendarstellung zu vermeiden. Im Anschluss an eine solche mögliche Zurverfügungstellung wurden jedoch keine wesentlichen Änderungen auf Veranlassung des analysierten Unternehmens vorgenommen.

ANLAGEBEWERTUNGSSYSTEM

First Berlins System zur Anlagebewertung gliedert sich in eine Anlageempfehlung und eine Risikoeinschätzung.

ANLAGEEMPFEHLUNG

Die Empfehlungen, die sich nach der von First Berlin erwarteten Kursentwicklung in dem jeweils angegebenen Anlagezeitraum bestimmen, lauten wie folgt:

| Kategorie | | 1 | 2 |
|--------------------------------------|--|------------------|----------------|
| Aktuelle Marktkapitalisierung (in €) | | 0 - 2 Milliarden | > 2 Milliarden |
| Strong Buy ¹ | erwartete positive Kursentwicklung von: | > 50% | > 30% |
| Buy | erwartete positive Kursentwicklung von: | > 25% | > 15% |
| Add | erwartete positive Kursentwicklung zwischen: | 0% to 25% | 0% to 15% |
| Reduce | erwartete negative Kursentwicklung zwischen: | 0% to -15% | 0% to -10% |
| Sell | erwartete negative Kursentwicklung von: | < -15% | < -10% |

¹ Die erwartete Kursentwicklung ist verbunden mit einem großen Vertrauen in Qualität und Prognosesicherheit des Managements

Unser Empfehlungssystem platziert jedes Unternehmen in eine von zwei Marktkapitalisierungskategorien. Unternehmen der Kategorie 1 haben eine Marktkapitalisierung von €0 bis €2 Milliarden, und Unternehmen der Kategorie 2 eine Marktkapitalisierung von über €2 Milliarden. Die Schwellen bei der erwarteten Rendite, die unserem Empfehlungssystem zugrunde liegen, sind bei Unternehmen der Kategorie 2 niedriger als bei Unternehmen der Kategorie 1. Dies spiegelt das allgemein niedrigere Risiko wider, das mit Unternehmen mit höherer Marktkapitalisierung verbunden ist.

RISIKOBEWERTUNG

Die First-Berlin-Kategorien zur Risikobewertung sind Niedrig, Mittel, Hoch und Spekulativ. Sie werden durch zehn Faktoren bestimmt: Unternehmensführung und -kontrolle, Gewinnqualität, Stärke der Geschäftsleitung, Bilanz- und Finanzierungsrisiko, Positionierung im Wettbewerbsumfeld, Standard der Offenlegung der finanziellen Verhältnisse, aufsichtsrechtliche und politische Ungewissheit, Markenname, Marktkapitalisierung und Free Float. Diese Risikofaktoren finden Eingang in die First-Berlin-Bewertungsmodelle und sind daher in den Kurszielen enthalten. Die Modelle können von First-Berlin-Kunden angefordert werden.

ANLAGEHORIZONT

Die Ratings beziehen sich vorbehaltlich einer abweichenden Aussage in der Finanzanalyse auf einen Investitionszeitraum von zwölf Monaten.

AKTUALISIERUNG

Zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dieser Finanzanalyse steht noch nicht fest, ob, wann und zu welchem Anlass eine Aktualisierung erfolgt. Im Allgemeinen bemüht sich First Berlin, in zeitlich engem Zusammenhang mit der Erfüllung der Berichtspflichten durch das analysierte Unternehmen oder anlässlich von Ad Hoc Meldungen die Finanzanalyse auf ihre Aktualität hin zu überprüfen und gegebenenfalls zu aktualisieren.

ÄNDERUNGSVORBEHALT

Die in der Finanzanalyse enthaltenen Meinungen spiegeln die Einschätzung des Erstellers zum Veröffentlichungstag der Finanzanalyse wider. Der Ersteller der Finanzanalyse behält sich das Recht vor, seine Meinung ohne vorherige Ankündigung zu ändern.

Die gesetzlich erforderlichen Angaben über

- die wesentlichen Informationsgrundlagen für die Erstellung der Finanzanalyse;
- die Bewertungsgrundsätze und -methoden;
- die Sensitivität der Bewertungsparameter

entnehmen Sie bitte dem folgenden Internetlink: <http://firstberlin.com/disclaimer-german-link/>

AUFSICHTSBEHÖRDE: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorferstraße 108, 53117 Bonn und Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt

HAFTUNGSAUSSCHLUSS (DISCLAIMER)

ZUVERLÄSSIGKEIT VON INFORMATIONEN UND INFORMATIONQUELLEN

Die in dieser Studie enthaltenen Informationen basieren auf Quellen, die der Ersteller für zuverlässig hält. Eine umfassende Prüfung der Genauigkeit und Vollständigkeit von Informationen und der Zuverlässigkeit von Informationsquellen ist weder durch den Ersteller, noch durch First Berlin erfolgt. Für die Genauigkeit und Vollständigkeit von Informationen und die Zuverlässigkeit von Informationsquellen wird demzufolge keinerlei Gewähr übernommen, und weder der Ersteller, noch First Berlin, noch die für die Weitergabe oder die Verbreitung der Finanzanalyse verantwortliche Person, haften für direkte oder indirekte, unmittelbare oder mittelbare Schäden, die aus dem Vertrauen auf die Genauigkeit und Vollständigkeit von Informationen und die Zuverlässigkeit von Informationsquellen entstehen.

ZUVERLÄSSIGKEIT VON SCHÄTZUNGEN UND PROGNOSEN

Der Ersteller der Finanzanalyse hat Schätzungen und Prognosen nach bestem Wissen vorgenommen. Diese Schätzungen und Prognosen spiegeln die persönliche Meinung und Wertung des Erstellers wider. Prämissen für Schätzungen und Prognosen, sowie die Sichtweise des Erstellers auf solche Prämissen, unterliegen fortwährender Veränderung. Die jeweiligen Erwartungen über die zukünftige Wertentwicklung eines Finanzinstrumentes sind Ergebnis einer Momentaufnahme und können sich jederzeit ändern. Das Ergebnis einer Finanzanalyse beschreibt immer nur eine – die aus Sicht des Erstellers wahrscheinliche – zukünftige Entwicklung aus einer Vielzahl möglicher zukünftiger Entwicklungen.

Sämtliche Marktwerte oder Kursziele, die für das in dieser Finanzanalyse analysierte Unternehmen angegeben werden, können auf Grund verschiedener Risikofaktoren, einschließlich, aber nicht ausschließlich, Marktvolatilität, Branchenvolatilität, Maßnahmen des analysierten Unternehmens, Wirtschaftslage, Nichterfüllung von Ertrags- und/oder Umsatzprognosen, Nichtverfügbarkeit von vollständigen und genauen Informationen und/oder ein später eintretendes Ereignis, das sich auf die zugrunde liegenden Annahmen des Erstellers bzw. sonstiger Quellen, auf welche sich der Ersteller in diesem Dokument stützt, auswirkt, möglicherweise nicht erreicht werden. In der Vergangenheit erzielte Performance ist kein Indikator für zukünftige Wertentwicklungen; Vergangenheitswerte können nicht in die Zukunft fortgeschrieben werden.

Für die Genauigkeit von Schätzungen und Prognosen wird dementsprechend keinerlei Gewähr übernommen, und weder der Ersteller, noch First Berlin, noch die für die Weitergabe oder die Verbreitung der Finanzanalyse verantwortliche Person, haften für direkte oder indirekte, unmittelbare oder mittelbare Schäden, die aus dem Vertrauen auf die Richtigkeit von Schätzungen und Prognosen entstehen.

INFORMATIONSZWECKE, KEINE EMPFEHLUNG, AUFFORDERUNG, KEIN ANGEBOT ZUM KAUF VON WERTPAPIEREN

Die vorliegende Finanzanalyse dient Informationszwecken. Sie soll institutionelle Anleger unterstützen, eigene Investitionsentscheidungen zu treffen, jedoch dem Anleger in keiner Weise eine Anlageberatung zur Verfügung stellen. Weder der Ersteller, noch First Berlin, noch die für die Weitergabe oder die Verbreitung der Finanzanalyse verantwortliche Person, werden durch die Ausarbeitung dieser Finanzanalyse gegenüber einem Anleger als Anlageberater oder als Portfolioverwalter tätig. Jeder Anleger muss sich ein eigenes unabhängiges Urteil über die Geeignetheit einer Investition in Ansehung seiner eigenen Anlageziele, Erfahrungen, der Besteuerungssituation, Finanzlage und sonstiger Umstände bilden.

Die Finanzanalyse stellt keine Empfehlung oder Aufforderung und kein Angebot zum Kauf des in dieser Finanzanalyse genannten Wertpapiers dar. Weder der Ersteller, noch First Berlin, noch die für die Weitergabe oder die Verbreitung der Finanzanalyse verantwortliche Person, übernehmen demzufolge eine Haftung für Verluste, die sich direkt oder indirekt, unmittelbar oder mittelbar aus der wie auch immer gearteten Nutzung oder dem wie auch immer gearteten Gebrauch von Informationen oder Aussagen aus dieser Finanzanalyse ergeben.

Eine Entscheidung bezüglich einer Wertpapieranlage sollte auf der Grundlage unabhängiger Investmentanalysen und Verfahren sowie anderer Studien, einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf, Informationsmemoranden, Verkaufs- oder Emissionsprospekte erfolgen und nicht auf der Grundlage dieses Dokuments.

KEIN ZUSTANDEKOMMEN VERTRAGLICHER SCHULDVERHÄLTNISSE

Durch die Kenntnisnahme von dieser Finanzanalyse wird der Empfänger weder zum Kunden von First Berlin, noch entstehen First Berlin durch die Kenntnisnahme irgendwelche vertraglichen, quasi-vertraglichen oder vorvertraglichen Verpflichtungen und/oder Verantwortlichkeiten gegenüber dem Empfänger. Insbesondere kommt kein Auskunftsvertrag zwischen First Berlin und dem Empfänger dieser Informationen zustande.

KEINE PFLICHT ZUR AKTUALISIERUNG

First Berlin, den Ersteller und/oder die für die Weitergabe oder die Verbreitung der Finanzanalyse verantwortliche Person trifft keine Pflicht zur Aktualisierung der Finanzanalyse. Anleger müssen sich selbst über den laufenden Geschäftsgang und etwaige Veränderungen im laufenden Geschäftsgang des analysierten Unternehmens informieren.

VERVIELFÄLTIGUNG

Der Versand oder die Vervielfältigung dieses Dokuments ist ohne die vorherige schriftliche Zustimmung von First Berlin nicht gestattet.

SALVATORISCHE KLAUSEL

Sollte sich eine Bestimmung dieses Haftungsausschlusses unter dem jeweils anwendbaren Recht als rechtswidrig, unwirksam oder nicht durchsetzbar erweisen, ist die betreffende Bestimmung so zu behandeln, als wäre sie nicht Bestandteil dieses Haftungsausschlusses; in keinem Fall berührt sie die Rechtmäßigkeit, Wirksamkeit oder Durchsetzbarkeit der übrigen Bestimmungen.

ANWENDBARES RECHT, GERICHTSSTAND

Die Erstellung dieser Finanzanalyse unterliegt deutschem Recht. Der Gerichtsstand für etwaige Streitigkeiten ist Berlin (Deutschland).

KENNTNISNAHME VOM HAFTUNGSAUSSCHLUSS

Durch die Kenntnisnahme von dieser Finanzanalyse bestätigt der Empfänger die Verbindlichkeit der vorstehenden Ausführungen.

Indem der Empfänger dieses Dokument nutzt oder sich gleich in welcher Weise darauf verlässt, akzeptiert er die vorstehenden Beschränkungen als für ihn verbindlich.

QUALIFIZIERTE INSTITUTIONELLE INVESTOREN

Die Finanzanalysen von First Berlin sind ausschließlich für qualifizierte institutionelle Investoren bestimmt.

Dieser Bericht ist nicht zur Verbreitung in den USA und/oder Kanada bestimmt.