



## **Research Report Q3 2021 Update**

**Saturn Oil & Gas Inc.**



**Rekordproduktion in Q3  
6.970 boe/d**

**Rekord-Free-Cash-Flow in Q3  
9,5 Mio. CAD**

**Kursziel: 12,17 CAD**

**Rating: Kaufen**

**WICHTIGER HINWEIS:**

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 36

Hinweis gemäß MiFID II Regulierung für Research „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“: Vorliegendes Research erfüllt die Voraussetzungen für die Einstufung als „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“. Nähere Informationen hierzu in der Offenlegung unter „I. Research unter MiFID II“

## Saturn Oil & Gas Inc. \*5a,6a,7,11

**Rating: Kaufen**  
**Kursziel: 12,17 CAD**  
**(bisher: 9,20 CAD**  
**(bereinigt um Aktienkonsolidierung))**

Kurs: 3,10 CAD  
15/12/2021 TSX / 19:30  
Währung: CAD

### Stammdaten:

ISIN: CA80412L8832  
CUSIP: 80412L883  
WKN: A3C9X6  
TSX.V: SOIL  
FSE: SMKA

Aktienanzahl<sup>3</sup>: 25,1  
Marktkapitalisierung: 77,71  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. CAD /

Primär Listing: TSX-Venture  
Zweitlisting: Frankfurt

Rechnungslegungsstandard:  
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

### Analysts:

Julien Desrosiers  
desrosiers@gbc-ag.de

Felix Haugg  
haugg@gbc-ag.de

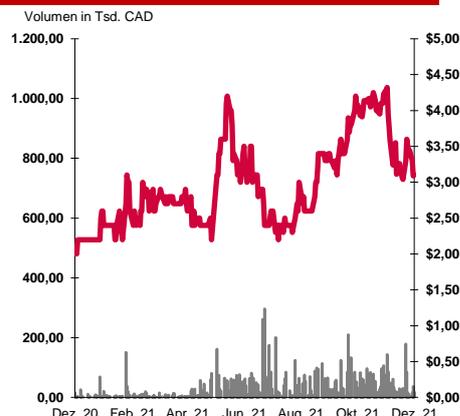
\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 37

### Unternehmensprofil

Branche: Energie  
Fokus: Öl und Gas

Firmensitz: Calgary, Alberta

Management: John Jeffrey (CEO), Scott Sanborn (CFO), Justin Kaufmann (Senior VP Exploration), Kevin Smith (VP Corporate Development)



Saturn Oil & Gas ist ein kanadisches Explorations- und Entwicklungsunternehmen. Das Unternehmen besitzt Lizenzen für die Erdöl- und Erdgasexploration in West-Central, Saskatchewan. Saturn Oil & Gas Inc. ist ein Energieunternehmen, das sich auf den Erwerb und die Erschließung von unterbewerteten, risikoarmen Anlagen konzentriert. Saturn plant, durch strategische Landpositionen und Akquisitionen einen starken Cashflow aufzubauen.

Saturn Oil & Gas hat den Erwerb des Oxbow-Grundstücks abgeschlossen, das 450 Landabschnitte (1.165 km<sup>2</sup>) im Südosten von Saskatchewan umfasst und derzeit fast 6.700 boe/Tag produziert. Die Oxbow-Liegenschaft ist eine ausgereifte Anlage, die über eine umfangreiche Infrastruktur und Einrichtungen mit direktem Pipelineanschluss an das weltweite Vertriebsnetz verfügt. Noch wichtiger ist, dass die Produktion von Saturn Oil & Gas zu 96 % aus flüssigem Öl und nur zu 4 % aus Gas besteht.

GuV in Mio. CAD	GJ 2020	GJ 2021e	GJ 2022e	GJ 2023e
Umsatz	7,55	105,62	197,10	226,48
EBITDA	0,96	36,67	74,81	85,32
EBIT	5,58	20,38	43,49	48,50
Jahresüberschuss	-3,31	-60,46	7,89	25,38

Kennzahlen	GJ 2020	GJ 2021e	GJ 2022e	GJ 2023e
Gewinn je Aktie	-0,42	-2,41	0,31	1,01
Cashflow je Aktie	0,23	1,46	2,98	3,40
EBIT je Aktie	0,09	0,81	1,73	1,93
Barmittel je Aktie	0,00	0,55	0,80	1,14

Kennzahlen	GJ 2020	GJ 2021e	GJ 2022e	GJ 2023e
EV/Umsatz	0,26	1,36	0,57	0,38
EV/EBITDA	30,07	3,92	1,49	1,01

### Finanztermine

03.05.22: Geschäftsbericht 2021

09.05.22: Veröffentlichung Q1 2022

31.08.22: Veröffentlichung H1 2022

### \*\*letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in CAD / Rating  
08.06.2021: RS / 9,20 / KAUFEN

\*\* oben aufgeführte Researchstudien können unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

## EXECUTIVE SUMMARY

- **Rekordproduktion.** Das Unternehmen hat in Q3 2021 6.970 bbl/Tag produziert. Dies entspricht einer Steigerung von 270,0 % gegenüber den Ergebnissen von Q2 und 1297,0 % gegenüber Q3 2020.
- **Rekord Free Cashflow.** Das EBITDA des Unternehmens belief sich im dritten Quartal auf 17,2 Mio. CAD. Das Unternehmen verzeichnete einen positiven Free Cashflow von 9,5 Mio. CAD im Vergleich zu 0,3 Mio. CAD in Q3 2020.
- **Schlanke Bilanz.** Die schlanke Struktur und die konservativen Investitionsausgaben von 4,5 Mio. CAD ermöglichen es dem Unternehmen, Q3 2021 mit über 14 Mio. CAD an Barmitteln abzuschließen.
- **Ausgereifte Vermögenswerte.** Die Reife des Oxbow-Vermögenswertes und die niedrige Rückgangsrate von 12 % geben Saturn Oil & Gas Flexibilität für zukünftige Investitionen. Derzeit gibt es 370 Bohrstellen mit nachgewiesenen Reserven. Darüber hinaus besteht die Möglichkeit, durch die Reaktivierung von 400 nicht produzierenden Bohrlöchern die Investitionskosten zu senken und die Ölproduktion rasch zu steigern.
- **Starke Gegenmaßnahmen gegen die Volatilität des Ölpreises.** Die starke Absicherung gegen den WTI-Kassapreis sichert die Schuldentilgung auf Kosten der Begrenzung potenzieller Einnahmesteigerungen. Sie schafft jedoch Einnahmestabilität, erleichtert langfristige Prognosen und sichert die interne Finanzierung von Wachstumsprojekten.
- **Unterstützung durch den Markt und einen Finanzierungspartner.** Das Unternehmen hat eine Aktienkonsolidierung abgeschlossen. Mit 25,1 Mio. ausgegebenen Aktien und der Unterstützung seines Finanzierungspartner könnte das Unternehmen nach weiteren einzigartigen Akquisitionsmöglichkeiten Ausschau halten.
- **Vermögenswerte vollständig integriert.** Die Ergebnisse des 3. Quartals zeigen den Märkten, dass die Integration der Anlagen nun abgeschlossen ist.
- **Bessere Zukunft.** Das Unternehmen ist bereit für die nächste Entwicklungsstufe. Akquisitionen oder organisches Wachstum. Der Ölpreis wird sicher die nächste Phase von Saturn Oil & Gas bestimmen.
- **Auf Basis unseres DCF-Modells haben wir unser Kursziel auf 12,17 CAD je Aktie erhöht und vergeben das Rating Kaufen.**

## INHALTSVERZEICHNIS

<b>Executive Summary</b> .....	<b>2</b>
<b>Wesentliche Ereignisse im Q3 2021</b> .....	<b>4</b>
Änderungen im Management .....	4
Aktienkonsolidierung .....	4
Aktienstruktur nach der Konsolidierung .....	5
<b>Q3 2021 Ergebnisse</b> .....	<b>6</b>
Produktion .....	6
Bereinigter Free Cashflow .....	6
BOE Netto-Ertrag .....	7
Hedging Strategie .....	8
Öl-Reserven .....	9
<b>Finanzierungskosten des Oxbow</b> .....	<b>10</b>
Finanzierungsplan .....	10
Hedging Details .....	10
Nicht realisierter, nicht zahlungswirksamer Verlust aus Derivaten .....	12
Freier Cashflow der Oxbow-Anlage .....	12
<b>Bilanzmanagement</b> .....	<b>14</b>
3-Jahres-Plan von Saturn Oil & Gas .....	14
<b>Unternehmensleistungen und Prognose</b> .....	<b>16</b>
<b>Prognosen</b> .....	<b>19</b>
Finanzkennzahlen .....	20
<b>Eine Ausgangsbasis für ein Nachhaltiges Wirtschaftswachstum</b> .....	<b>22</b>
<b>Anhang 1 – Erwerb der Oxbow-Anlagen</b> .....	<b>23</b>
Free Cashflow .....	23
Öl-Produktion .....	23
Betriebs- und Verwaltungskosten .....	24
Operative Kosten .....	24
Finanzierung .....	24
Organisatorische Konsolidierung .....	26
Portfolio mit hoher Einstufung .....	26
Effizientere Kapitalallokation .....	26
<b>Anhang 2 – Kommentare der Analysten zum Besuch vor Ort</b> .....	<b>27</b>
Aktueller Stand der Oxbow-Anlagen .....	28
Die lokale Gemeinschaft .....	30
Integration des Humankapitals aus den Oxbow-Anlagen .....	31
Partnerschaft mit Watchdogs .....	32
<b>Bewertung</b> .....	<b>34</b>
Modellannahmen .....	34
Modell-Annahmen .....	34
Kapitalkosten .....	34
Bewertungsergebnis .....	34
<b>DCF-Modell</b> .....	<b>35</b>
<b>Anhang</b> .....	<b>36</b>

## WESENTLICHE EREIGNISSE IM Q3 2021

Zeitpunkt	Presseinformationen
November 2021	Saturn Oil & Gas Inc. meldet Rekord-Cashflow aus dem operativen Geschäft im 3. Quartal 2021
November 2021	Saturn Oil & Gas Inc. gibt das Datum der Veröffentlichung der Ergebnisse des dritten Quartals 2021 und Details zum Webcast bekannt
November 2021	Saturn Oil & Gas Inc. gibt erfolgreiches Bohr- und Workover-Programm für Q3 2021 bekannt
Oktober 2021	Saturn Oil & Gas Inc. kündigt die Teilnahme des CEO am IIF International Investment Forum an und schließt die Aktienkonsolidierung ab
September 2021	Saturn Oil & Gas Inc. bestätigt Reserven in Höhe von 43,3 Millionen BOE in der neuen Oxbow-Anlagenbewertung und kündigt neues Vorstandsmitglied an

Quellen: Saturn Oil & Gas, GBC AG

### Änderungen im Management

Nach mehr als einem Jahr globaler Pandemie und wirtschaftliche Herausforderungen sind große Umstrukturierungsentscheidungen in vielen Industriezweigen üblich. Das Management von Saturn Oil & Gas hat jedoch beschlossen, sich auf seine Stärken zu besinnen und alle Führungskräfte des Unternehmens auch nach der Übernahme zu behalten. Außerdem hat das Unternehmen Scott Sanborn als CFO und Kevin Smith als VP of Corporate Development eingestellt.

#### Scott Sanborn, CFO

Scott Sanborn verfügt über mehr als 14 Jahre Erfahrung in den Bereichen Finanzen, Kapitalmärkte und Buchhaltung im Öl- und Gassektor. Ab 2016 war er als Corporate Controller für das in Calgary ansässige Unternehmen Jupiter Resources tätig, das bis zu seinem Verkauf an Tourmaline Oil im Jahr 2020 für 626 Millionen US-Dollar auf 70.000 BOE/d anwuchs. Davor hatte Sanborn verschiedene Führungspositionen bei Energieunternehmen wie Marquee Energy und Verano Energy inne und war zuvor bei KPMG LLP tätig. Herr Sanborn besitzt den Titel eines Chartered Professional Accountant und erwarb einen Bachelor of Commerce in Rechnungswesen an der University of Calgary.

#### Kevin Smith, VP Corporate Development

Smith verfügt über mehr als 20 Jahre Erfahrung in der Energie- und Finanzdienstleistungsbranche und war zuletzt als Vice President Business Development für Renaissance Oil Corp. tätig, wo er den ersten unabhängigen Öl- und Gasproduzenten in Mexiko seit über 80 Jahren aufbaute. Herr Smith hatte leitende Positionen im Investmentbanking bei Paradigm Capital Inc., Macquarie Capital Markets Canada Ltd. und HSBC Securities Inc. inne. Er hat einen Bachelor of Commerce von der University of Alberta und einen MBA (Finance) von der Ivey School of Business in Ontario.

Wir sind davon überzeugt, dass sowohl die internationalen als auch die lokalen Fachkenntnisse von Herrn Smith eine bedeutende Bereicherung für das Team darstellen und perfekt in die Entwicklungsstrategie des Unternehmens passen.

### Aktienkonsolidierung

Saturn Oil & Gas hat seine Aktienkonsolidierung am 7. Oktober abgeschlossen. 2021. Die Konsolidierung wurde im Verhältnis 20:1 durchgeführt und auf der außerordentlichen Hauptversammlung am 22. Juni 2021 genehmigt. Nach der Konsolidierung wird die Anzahl der Aktien des Unternehmens ca. 25.145.352 betragen, gegenüber einer vorherigen Anzahl von 502.907.048.

Gemäß den Vorschriften werden die Warrants nicht konsolidiert und weiterhin zu einem Vorkonsolidierungswert unter dem Symbol SOIL.WT an der TSXV zu einem Ausübungspreis von 0,16 CAD gehandelt. Die Inhaber der Warrants können 20 Warrants in eine Stammaktie umwandeln, was einem Preis von \$ 3,20 CAD entspricht.

### **Aktienstruktur nach der Konsolidierung**

Ausstehende Aktien: 25,1 Mio.

Optionen durchschnittliche Ausübung: 2,50 CAD (2,0 Mio.)

SOIL.WT Optionsscheine 20 Optionsscheine: 3,20 CAD (268,3 Mio.)

Sonstige Optionsscheine durchschnittliche Ausübung 3,20 CAD (4,2 Mio.)

Nach dieser Aktienkonsolidierung halten die derzeitigen Aktionäre weniger Aktien, aber jede Aktie ist im Verhältnis mehr wert. Folglich haben Aktienkonsolidierungen keine Auswirkungen auf den Gesamtwert der von den Aktionären gehaltenen Aktien oder auf die Marktkapitalisierung des Unternehmens insgesamt.

Aktienkonsolidierungen werden häufig umgesetzt, um eine Aktie für institutionelle Anleger attraktiver zu machen, die Penny Stocks für zu unbeständig halten. Vor der Konsolidierung wurde Saturn Oil & Gas unter 0,20 CAD gehandelt, was die Aktie für Fonds, institutionelle Anleger und Family Offices unattraktiv machte.

Die Aktienbezugsscheine von Saturn Oil & Gas werden an der TSX-V als SOIL.WT gehandelt. Die Optionsscheine wurden nicht wie vorgeschrieben mit den Stammaktien konsolidiert. Zwanzig (20) Warrants sind erforderlich, um 1 Stammaktie von Saturn Oil & Gas zu erwerben. Derzeit befinden sich 268 Mio. Warrants im Umlauf, die, wenn sie alle ausgeübt würden, zu 13,4 Mio. Stammaktien werden würden.

Das Unternehmen nutzte das perfekte Timing der Übernahme und die Ergebnisse des dritten Quartals, um die Konsolidierung abzuschließen, unterstützt durch den Mehrwert des Oxbow-Assets. Die Konsolidierung steht auch im Einklang mit der langfristigen Sichtweise des CEO, der immer auf der Suche nach einer weiteren Transaktion ist.

Die Gewinne je Aktie, die Dividenden je Aktie und die Vermögenswerte je Aktie wurden im Verhältnis zur Konsolidierung angepasst.

## Q3 2021 ERGEBNISSE

Die Vermögenswerte von Oxbow, die Saturn Oil & Gas für 79,5 Mio. CAD erworben hat, sind sehr vielversprechend. Die Akquisition erfolgte zu einem Bruchteil des Nennwerts bzw. der Generierung des prognostizierten diskontierten Cashflows. Die Übernahme war auch die günstigste pro BOE/Tag in diesem Sektor seit Jahren.

### Produktion

	Q3 Prognose	Realisiert	Performance
Ungefähre Produktion (boe/Tag)	7.075	6.970	-1,5%
Realisierter Nettopreis (Nach Hedging)	53,54	67,87	+26,7%

Quellen: Saturn Oil & Gas; GBC AG

Die Produktion entsprach genau unseren Erwartungen. Wir sind der Meinung, dass das Unternehmen die Integration dieser Anlage und die Versprechen, die es im Zusammenhang mit der Übernahme gemacht hat, wirklich erfüllt hat. Die Abschreibungsrate der Anlage entspricht den historischen und vergleichbaren Ergebnissen der Branche.

Zu Gunsten des Unternehmens stieg der Ölpreis im letzten Quartal schneller als erwartet, was zu einem Anstieg des realisierten Verkaufspreises für das Unternehmen um 26,7 % im Vergleich zu unserer Prognose führte.

### Bereinigter Free Cashflow

(in Mio. CAD)	Q3 Ergebnisse
Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit	16,16
Neuer Landerwerb	-2,49
Bereinigter Cashflow	13,67
Kosten der Bartransaktion	0,25
Investitionsausgaben	-4,45
Bereinigter freier Cashflow	<b>9,48</b>

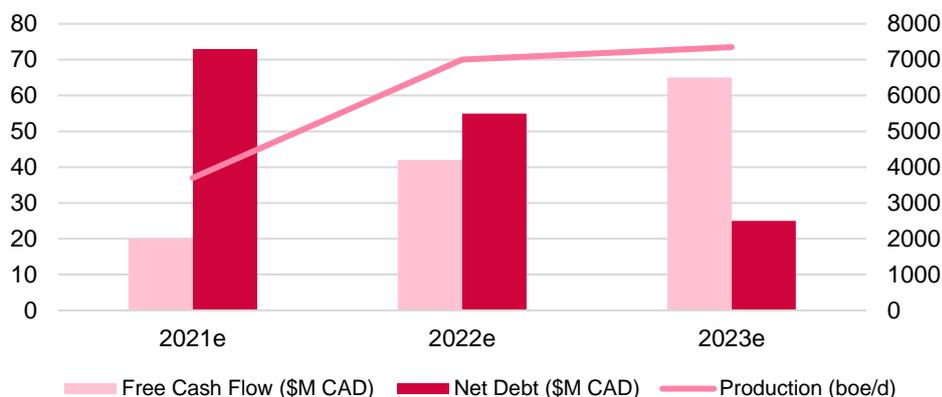
Quellen: Saturn Oil & Gas, GBC AG

Das Unternehmen erzielte in Q3 2021 einen FCF von 9,48 Mio. CAD. Dies entspricht fast 69 % des Nettomittelzuflusses aus betrieblicher Tätigkeit. Dies ist im Vergleich zu den Mitbewerbern immer noch sehr niedrig, aber wir erwarten, dass diese Marge in den nächsten Jahren leicht steigen wird, da die Schulden zurückgezahlt werden und mehr Cashflow in Wachstumsprojekte fließt.

Die Investitionsergebnisse bestehen aus drei neu gebohrten und betriebenen Viking-Bohrungen mit einem 100%igen Geschäftsanteil. Hinzu kommt eine zusätzliche Beteiligung an zwei nicht betriebenen Brutto-Bohrungen (0,54 Nettobohrungen). Darüber hinaus wurden Workovers/Reaktivierungen von bestehenden, nicht produzierenden Bohrungen durchgeführt. Die drei Bohrungen wurden im Oktober in Betrieb genommen und dürften ab dem 4. Quartal 2021 Erträge erwirtschaften. Diese drei neuen Bohrlöcher sollten zu einer anfänglichen Produktion von 300 Barrel pro Tag führen, was der durchschnittlichen Rückgangsrate des Unternehmens Viking's Well entspricht.

**Dieser langfristig konstante FCF sollte es dem Unternehmen ermöglichen, den Unternehmenswert durch die Rückzahlung von Schulden zu steigern.**

### FCF, Nettoverschuldung und Produktionsprognose



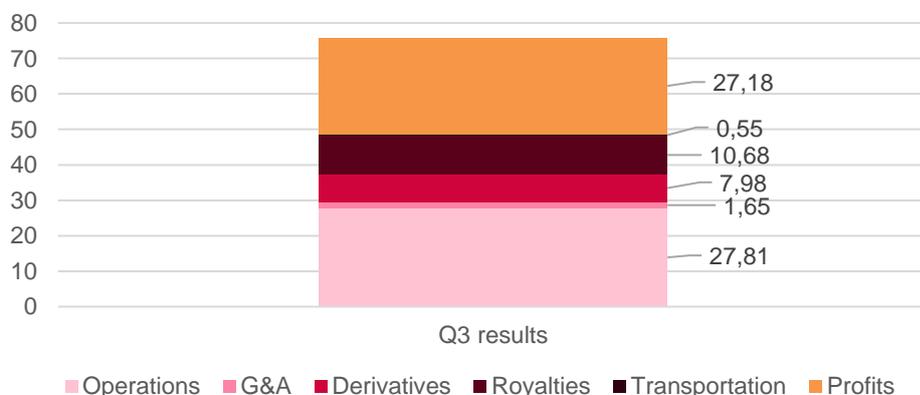
Quellen: Saturn Oil & Gas; GBC AG

### BOE Netto-Ertrag

Die Betriebskosten des Unternehmens entsprachen mit 27,50 \$ unseren Erwartungen. Die Verwaltungs- und Gemeinkosten in Höhe von 1,65 \$ lagen deutlich unter den Erwartungen, was auf die Verringerung der Mitarbeiterzahl pro BOE zurückzuführen ist. Das Unternehmen hält seinen Personalbestand sehr niedrig und löst damit sein Versprechen ein, "schlank" zu arbeiten. Wir glauben, dass das Unternehmen im nächsten Quartal noch niedrigere Betriebskosten pro produziertem BOE erreichen kann. Die Lizenzgebühren in Höhe von 10,68 CAD pro BOE stiegen deutlich an, da sie vom Spotpreis abhängen.

Die Kosten für Derivate waren höher als erwartet, da der Ölpreis deutlich schneller als erwartet gestiegen ist. Diese Kosten steigen proportional mit dem Ölpreis. Je höher der Ölpreis, desto mehr Geld geht aus den Absicherungspositionen verloren. Auch wenn dies für die Aktionäre unangenehm ist, handelt es sich nicht um einen wesentlichen Verlust, der nur 10 % des Verkaufspreises des erhaltenen Öls ausmacht. Wir betrachten dies als Versicherungskosten für das Unternehmen, um die Rückzahlung der Schulden zu gewährleisten und das Unternehmen vor dem derzeit sehr volatilen Markt zu schützen. Ein Beispiel für diese hohe Marktvolatilität war in den letzten Tagen der Einbruch des Ölpreises, da die Händler über die Auswirkungen der Omikron-Variante des Covid-Virus spekulierten.

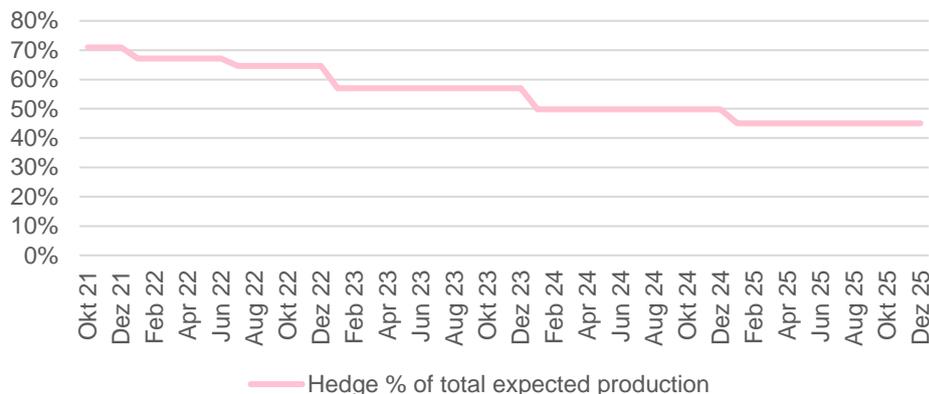
### BOE Netto-Ertrag



Quellen: Saturn Oil & Gas, GBC AG

Der Verlust aus Derivaten könnte sich mit der Zeit verringern, da die abgesicherte Produktion des Unternehmens jedes Jahr abnimmt.

### Hedge Produktion pro Jahr (Schätzung)

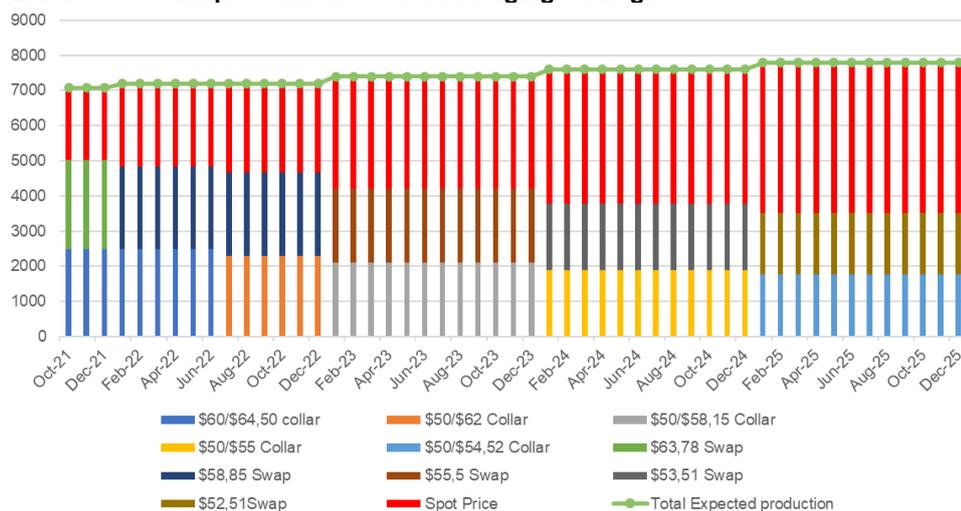


Quellen: Saturn Oil & Gas, GBC AG

### Hedging Strategie

Ein Gegenargument für die Oxbow-Übernahme war die geringe Abhängigkeit vom Kassapreis, die sich aus den Absicherungsanforderungen des Kreditgebers ergab. Damit diese Behauptung zutrifft, hätte das Unternehmen jedoch andere Möglichkeiten zur Finanzierung der Transaktion haben müssen. In Ermangelung dieser Möglichkeiten entschied sich das Unternehmen stattdessen für die sichersten Term Sheets für Investoren. Sie bieten nun einen risikofreien Schuldentilgungsplan an, wobei die Gegengewichte in Form von niedrigeren Renditen zu verstehen sind. Wir betrachten die Schuldentilgung als risikofrei, da das Unternehmen genügend Produktion abgesichert hat, um die gesamten Schulden innerhalb von drei Jahren zurückzuzahlen. Dies war eine Bedingung der Finanzierungsstruktur.

### Erwartete Gesamtproduktion boe/d vs. Hedging Strategie



Quellen: Saturn Oil & Gas, GBC AG

Mit dieser Transaktion und der Finanzierungsstruktur war das Unternehmen in der Lage, über 250 Mio. CAD an FCF NVP (nicht abgezinst) für eine Eigenkapitalfinanzierung von 35 Mio. CAD zu erhalten, während das Unternehmen eine Marktkapitalisierung von etwa 30 Mio. CAD hatte. Die Absicherung war der Preis, der während der Hausse der Ölpreise zu zahlen war.

### Auswirkungen des Ölpreises auf den BOE-Nettoertrag

Veränderung des Ölpreises	Ölpreis	Niedrigerer Öl Preis
Betriebskosten	Zunahme	Abnahme
allgemeine und administrative Kosten	Zunahme	Abnahme
Verlust aus Derivaten	Erhebliche Zunahme	Erheblicher Rückgang, der in Gewinne umgewandelt werden könnte
Lizenzgebühren	Erhebliche Zunahme	Erhebliche Abnahme
Gewinne	Relative Zunahme	Relative Abnahme

Quellen: Saturn Oil & Gas, GBC AG

### Öl-Reserven

Durch den Erwerb des Oxbow-Assets hat das Unternehmen seine Ölreserven erheblich gesteigert. Wir schätzen die Reserven des Unternehmens im GJ 2021 auf über 24,8 Mio. BOE, was einen Reserve von 9,7 Jahren bedeutet, der der höchste in der Vergleichsgruppe ist.

Reserven (Mio. m <sup>3</sup> )	GJ 2018	GJ 2019	GJ 2020	GJ 2021e
PDP	0,6	0,9	0,7	24,8
Geprüft (1P)	2,2	3,6	3,3	33,8
Erwiesen + Wahrscheinlich (2P)	4,6	7,4	6,6	49,9

Quellen: Saturn Oil & Gas, GBC AG

## FINANZIERUNGSKOSTEN DES OXBOW

### Finanzierungsplan

Die vorrangigen Schulden in Höhe von 87 Mio. CAD werden mit einem Zinssatz von 11,5 % + Bankakzeptanzsatz vierteljährlich für drei Jahre verzinst, was einem jährlichen Zinssatz von 12,5 % entspricht. Das Unternehmen ist verpflichtet, monatliche Tilgungsraten wie folgt zu leisten:

- 31. August 2021 bis 31. Juli 2022 in Höhe von 3,6 Mio. \$ pro Monat
- 31. August 2022 bis 31. Juli 2023 in Höhe von 2,2 Mio. \$ pro Monat
- 31. August 2023 bis 7. Juni 2024 in Höhe von 1,5 Mio. \$ pro Monat

Um die Rückzahlung zu sichern, hat der Kreditgeber verlangt, dass der gesamte Rückzahlungsplan durch Produktionsderivate gedeckt wird, um das potenzielle Ausfallrisiko zu minimieren.

### Hedging Details

Saturn Oil & Gas hat seine Absicherungsposition zum 30. September veröffentlicht. 2021

Rohstoff	Index	Typ	Laufzeit	Tägl. Volumen (bbl/d)	Gekaufter Put Preis (US\$/bbl)	Verkauften Call Preis (US\$/bbl)	Swap Preis (\$US/bbl)
WTI-Rohöl	NYMEX	Collar	01.10.21 – 30.06.22	2.474	60,00	64,60	
WTI-Rohöl	NYMEX	Collar	01.07.21 – 31.12.22	2.293	50,00	62,00	
WTI-Rohöl	NYMEX	Collar	01.01.23 – 31.12.23	2.109	50,00	58,15	
WTI-Rohöl	NYMEX	Collar	01.01.24 - 31.12.24	1.893	50,00	55,00	
WTI-Rohöl	NYMEX	Collar	01.01.25 – 31.05.25	1.757	50,00	54,25	
WTI-Rohöl	NYMEX	Swap	01.10.21 – 31.12.21	2.550			63,78
WTI-Rohöl	NYMEX	Swap	01.01.22 – 31.12.22	2.364			58,85
WTI-Rohöl	NYMEX	Swap	01.01.23 – 31.12.23	2.109			55,50
WTI-Rohöl	NYMEX	Swap	01.01.24 – 31.12.24	1.893			53,51
WTI-Rohöl	NYMEX	Swap	01.01.25 – 31.05.25	1.757			52,51
WTI MSW-Differenz <sup>(1)</sup>	NGX	Swap	01.10.21 – 31.12.21	5.099			6,07
WTI MSW-Differenz <sup>(1)</sup>	NGX	Swap	01.01.22 – 31.12.22	4.943			6,07
WTI MSW-Differenz <sup>(1)</sup>	NGX	Swap	01.04.22 – 30.06.22	4.797			6,07
WTI MSW-Differenz <sup>(1)</sup>	NGX	Swap	01.07.22 – 30.09.22	4.651			6,07
WTI MSW-Differenz <sup>(1)</sup>	NGX	Swap	01.10.22 – 31.12.22	4.522			6,07

Quellen: Saturn Oil & Gas, GBC AG

Die Strategie des Unternehmens zur Absicherung der Schulden gemäß dem Kreditvertrag kommt vor allem beim Management des Ölpreises zum Tragen. Da die Produktion des Unternehmens zu über 96 % aus Öl besteht und liquide ist, konzentrieren sich die Finanzderivate ausschließlich auf den WTI-Terminpreis.

Bei den Swaps handelt es sich um ein Finanzinstrument, bei dem ein Verkaufspreis für eine bestimmte, in der Zukunft kontrahierte Ölmenge vereinbart wird. Die realisierten Hedging-Verluste werden sowohl im Nettoergebnis als auch im Cashflow verbucht. Die nicht realisierten Hedging-Verluste stellen eine vereinbarte Ölmenge multipliziert mit der Differenz zwischen dem aktuellen Spotpreis am 30. September 2021 und dem geschätzten Strip-Preis bis 2025 dar, die das Unternehmen am Ende eines jeden Berichtszeitraums zu melden hat. **Die nicht realisierten Hedging-Gewinne/Verluste werden zwar im Nettoergebnis ausgewiesen, sind aber nicht zahlungswirksam und haben keinen Einfluss auf den Cashflow des Unternehmens in einem bestimmten Zeitraum.** Die

Hedge-Position des Unternehmens wirkt wie eine Versicherung, die einen erheblichen garantierten Cashflow sichert und Saturn schützt, falls der Ölpreis unter den Swap-Preis fällt. In einer Hausse kann dies zu nicht zahlungswirksamen, nicht realisierten Verlusten in der laufenden Periode führen, während in einer Baisse das Gegenteil der Fall ist, was zu nicht zahlungswirksamen, nicht realisierten Gewinnen in der laufenden Periode führt.

Der Collar schafft einen Mindest- und einen Höchstpreis zu einem bestimmten zukünftigen Datum. Nehmen wir das Beispiel des Zeitraums vom 01.10.21 bis zum 30.06.22. Die Kombination dieser beiden Optionen ergab einen WTI 60/64,50 \$ "Producer Costless Collar" für die Lieferung von 2.474 bbl/d zum Mindestpreis von 60,00 \$ und zum Höchstpreis von 64,60 \$. In der Regel sind diese Instrumente kostenneutral, da die Prämie (Kosten) für den vereinbarten Mindestpreis durch die Prämie (Gutschrift) für den Höchstpreis ausgeglichen wird.

Der MSW-Differenzial-Swap orientiert sich an der Differenz zwischen der Benchmark (WTI) und dem Produkt, das die Ölgesellschaften verkaufen (Mixed Sweet Blend - MSW light). Dies ist für Unternehmen, die in Alberta und Saskatchewan produzieren, von größter Bedeutung. Die Differenz wird von den Transportkosten, Qualitätsanpassungen und makroökonomischen Variablen beeinflusst. Der Swap begrenzt das Risiko, dass MSW aufgrund von z. B. begrenzten Pipelinekapazitäten massiv abgewertet wird. Ein Beispiel dafür ist die Krise im Jahr 2018, als die MSW light mit einer negativen Differenz von über 43,55 \$ gehandelt wurde.

#### WCS-Differenzial



Quelle: Alberta Government

Die Ergebnisse dieser Swap-, Collar- und Differential-Swap-Strategien sind nicht nur eine Absicherung gegen den Ölpreis, sondern auch gegen einen starken Anstieg der Differenz zwischen WTI und MSW. Wir sind der Meinung, dass das Unternehmen eine gesunde Mischung aus derivativen Instrumenten einsetzt, die den besten Praktiken des Sektors entspricht.

## Nicht realisierter, nicht zahlungswirksamer Verlust aus Derivaten

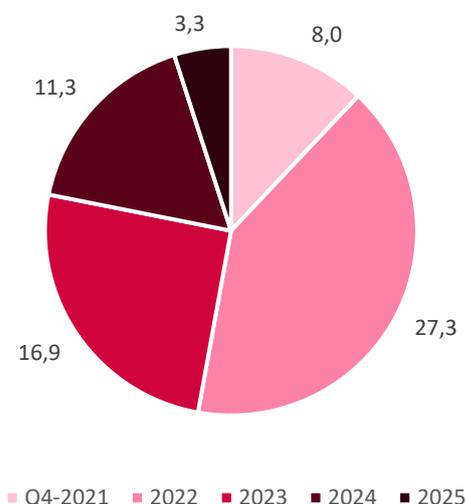
Eine Folge des Einsatzes dieser derivativen Instrumente sind ihre positiven oder negativen Auswirkungen auf die Finanzlage des Unternehmens. Das Unternehmen verzeichnete in seinem Finanzbericht für Q3-2021 Verluste aus Derivaten in Höhe von 66,76 Mio. CAD:

(\$CAD000)	Gross financial derivative instruments	Amount offset	Net financial derivative instruments
Current asset	2,371	(2,371)	-
Long term asset	15,938	(15,938)	-
Current liability	(32,104)	2,371	(29,733)
Long term liability	(52,963)	15,938	(37,025)
<b>Net liability position</b>	<b>(66,758)</b>	<b>-</b>	<b>(66,758)</b>

Quelle: Saturn Oil & Gas Q3-2021 financial statement – Note 16

Die Verluste stellen die zukünftigen Verluste dar, wenn die gesamte Hedge-Produktion zu den zukünftigen Strip-Preisen zum Ende von Q3-2021 verkauft worden wäre. Daher sind diese Verluste nicht zahlungswirksam und stellen eher eine Erwartung künftiger Verluste dar, die nach den Rechnungslegungsstandards im laufenden Zeitraum anfallen müssen. Wenn wir Q4-2021 mit einem niedrigeren Ölpreis verlassen, wird das Unternehmen außerdem finanzielle Gewinne verbuchen. Bleibt der Ölpreis in künftigen Perioden auf demselben Niveau, entstehen keine Verluste, da sie bereits angefallen sind. Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die finanziellen Auswirkungen von Quartal zu Quartal variieren, aber nicht zahlungswirksam sein werden, da das Unternehmen seine abgesicherte Position im Laufe der Zeit langsam realisiert.

## Nicht realisierter, nicht zahlungswirksamer Verlust aus Derivaten nach Jahr (in Mio. CAD)



Derzeit machen die in bar realisierten Hedge-Verluste weniger als 10 % der Gesamteinnahmen des Jahres 2021 aus.

## Freier Cashflow der Oxbow-Anlage

Der Reifegrad der Oxbow-Anlage ermöglicht in einer Öl Baisse kostengünstige Erweiterungen durch die Überarbeitung von nicht produzierenden Bohrungen. In einem Markt mit steigenden Ölpreisen kann das Unternehmen seine Produktion mit neuen Bohrungen an

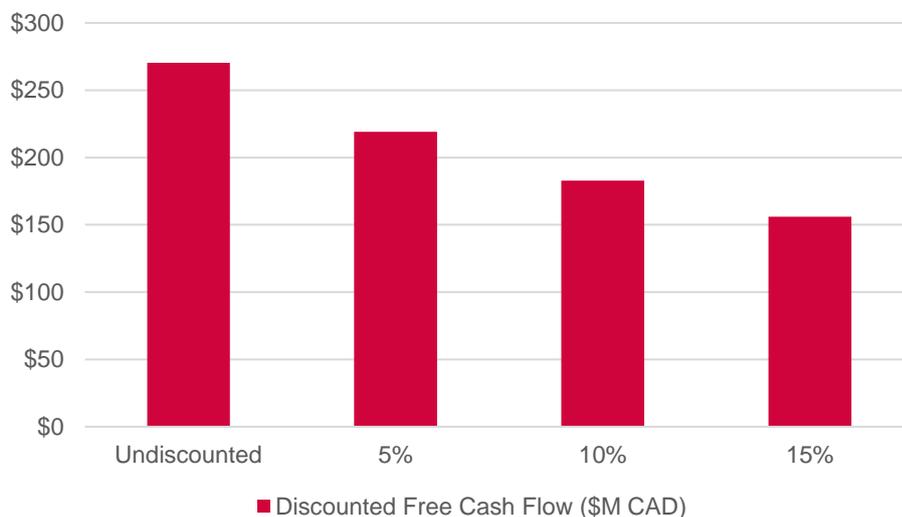
bohrbereiten Standorten, die nur ein Minimum an zusätzlicher Infrastruktur erfordern, rasch steigern.

Eine ausgereifte Anlage hilft auch bei der Vorhersage eines Ölförderrückgangs, da genügend historische Daten zur Verfügung stehen, um das künftige Förderverhalten der Bohrlöcher zu verstehen.

Diese Faktoren in Verbindung mit dem hochqualifizierten Betriebspersonal des Unternehmens sollten zu einer langen, stabilen, rückläufigen Produktion führen, die durch einen minimalen Kapitaleinsatz ausgeglichen wird.

### **Free Cashflow-Prognose für die Oxbow-Anlagen ausschließlich mit einem jährlichen Produktionsrückgang von 12 %.**

#### **Free Cashflow NPV Oxbow Asset**



Quelle: Saturn Oil & Gas, GBC AG

Unsere überarbeitete Prognose, die auf den Ergebnissen des dritten Quartals des Unternehmens basiert, ergibt einen NPV des freien Cashflows von über 270 Mio. CAD ohne Abzinsung und über 156 Mio. CAD mit einem Abzinsungssatz von 15 %. Noch wichtiger ist, dass unsere Berechnungen die ARO-Ausgaben, die vollständige Schuldentilgung, Verluste aus Derivaten und einen linearen Produktionsrückgang von 12 % pro Jahr berücksichtigen.

**Auf der Grundlage der Q3-Ergebnisse hat das Unternehmen einen FCF-NPV von über 250 Mio. CAD für eine Eigenkapitalfinanzierung von 32 Mio. CAD erschlossen.**

**Saturn Oil & Gas erwarb das Oxbow-Asset zu einem Kaufpreis von 14.084 \$ pro boe/d. Unsere aktuelle Bewertung des zukünftigen FCF, der pro boe/d generiert wird, beträgt 38.355 CAD.**

**Diese Bewertung des Oxbow-Vermögenswertes ist nur ein Nennwert mit minimalen Reinvestitionen und einer Rückgangsrate von 12 % pro Jahr ohne jegliche Investitionen zur Aufrechterhaltung oder Steigerung der Produktion. Unserer Ansicht nach ist dies der Indikator für den Wert der Transaktion.**

## BILANZMANAGEMENT

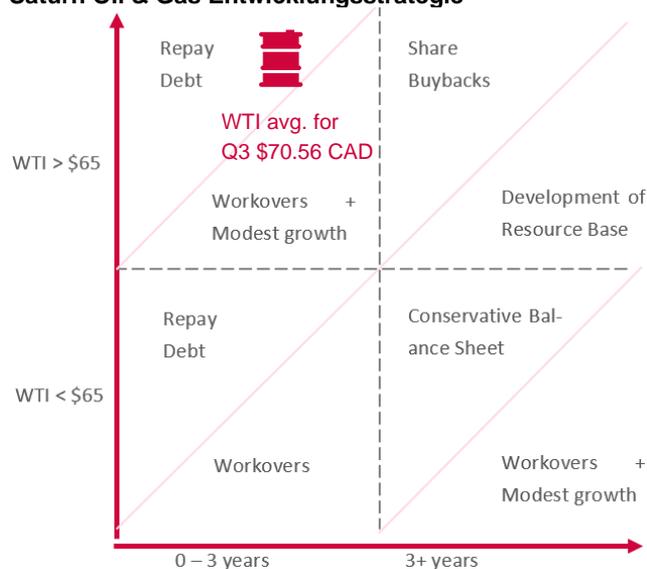
### 3-Jahres-Plan von Saturn Oil & Gas

Angesichts eines Ölpreises von durchschnittlich 78,00 CAD pro Barrel im dritten Quartal beschloss das Unternehmen, in Workovers und solides Wachstum zu investieren und gleichzeitig einen Teil der Schulden zu tilgen. Das ist genau das, was das Unternehmen den Investoren in seiner Entwicklungsstrategie präsentiert hat, wobei etwa 70 % des Cashflows in die Schuldentilgung und 30 % in das Produktionswachstum fließen.

Es wird erwartet, dass Saturn Oil & Gas diesen konservativen Ansatz der Schuldentilgung mit dem Ziel fortsetzen wird, im vierten Quartal bis zu fünf neuen Bohrungen abzuschließen, die alle auf Leichtölziele im Oxbow-Ölfeld abzielen. Das Unternehmen hat bereits mehr als 20 zuvor inaktive Bohrungen wieder in die Ölproduktion zurückgeführt und betreibt bis 2022 zwei Service-Rigs in Vollzeit, um Hunderte weitere zu reaktivieren.

Mit dem Erfolg der Bohrungen und den fortgesetzten Workovers könnte das Investitionsprogramm von Saturn Oil & Gas im vierten Quartal zu einer beträchtlichen Produktionssteigerung im Jahr 2022 führen, da die neuen Bohrungen im Januar in Betrieb genommen werden.

#### Saturn Oil & Gas Entwicklungsstrategie



Quellen: Saturn Oil & Gas, GBC AG

Das Unternehmen hat einen klaren Fahrplan vorgelegt, was die Investoren bei der Verwendung des freien Cashflows erwarten können. Außerdem glaubt das Unternehmen fest an die Strategie der starken Absicherung. Das Unternehmen hat im letzten Quartal zusätzliche Hedging-Positionen bekannt gegeben, die seine Schuldentilgungsverpflichtungen übersteigen. Angesichts des derzeitigen Ölpreisverfalls zahlt sich diese Managementstrategie aus.

Dank seiner konservativen Bilanz ist das Unternehmen gut positioniert, um nicht die Fehler zu wiederholen, die andere Öl- und Gas-Upstream-Unternehmen in den letzten Jahren gemacht haben, nämlich keine harte Gegenmaßnahme gegen die Preisvolatilität, vor allem gegen die unterschiedliche Volatilität und die makroökonomischen Faktoren des Erdöls, zu ergreifen. Schließlich hat sich das Unternehmen einen Zugang zu Kapital gesichert, der es ihm ermöglicht, schnell auf Geschäftsmöglichkeiten zu reagieren.

Die Tatsache, dass das Management des Unternehmens seine Entscheidungen nicht nach dem Ölkassapreis trifft, sondern den Kassapreis nutzt, um seine langfristigen, klaren Ziele zu erreichen, wird Saturn Oil & Gas unserer Meinung nach zu einem starken Ölproduzenten machen.

## UNTERNEHMENSLEISTUNGEN UND PROGNOSE

Kennzahlen (gerundet) in Mio. CAD	Q3 2021
Umsatzerlöse	48,50
EBIT	2,56
EBIT-Marge	5,4%
Nettoergebnis	-23,31

Quellen: Saturn Oil & Gas, GBC AG

Das Unternehmen hat für den Zeitraum Q3 2021 einen Nettoverlust von 23,31 Mio. CAD ausgewiesen. Darin enthalten sind zukünftige Verluste aus Derivaten in Höhe von über 20,91 Mio. CAD. Das EBIT des Unternehmens betrug 6,55 Mio. CAD, was einer EBIT-Marge von 13,5% entspricht.

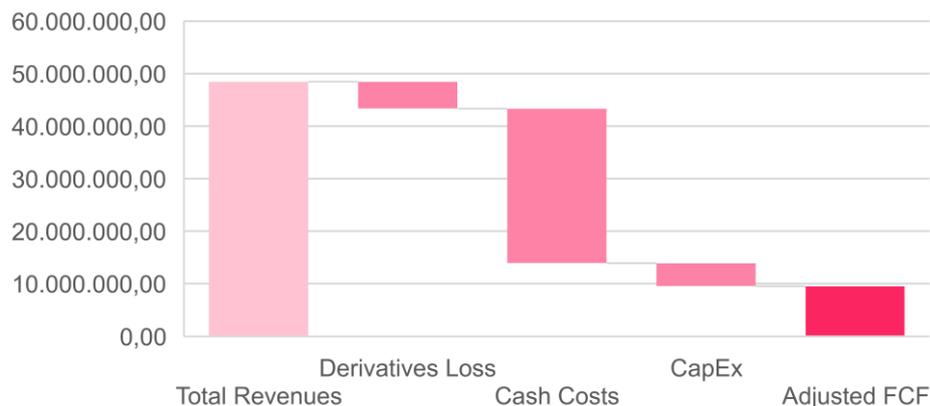
### Fortschritte bei den vierteljährlichen Ergebnissen

(in Mio. CAD)	Sep. 20	Dez. 20	Ma. 21	Jun. 21	Sep. 21
Umsatzerlöse	2,09	1,61	1,32	12,59	48,50
Nettoeinkommen	-0,80	-4,60	-1,53	-29,60	-23,31
Verwässertes EPS	-0,07	-0,39	-0,00	-2,00	-1,00
Nettogewinnspanne	-38,1%	-285,2%	-120,0%	-2703%	-56,0%
Bargeldbestand	0,34	0,57	0,26	5,36	14,31
Kosten der Erträge	0,52	0,49	0,27	4,17	17,83

Quellen: Saturn Oil & Gas, GBC AG

Der Umsatzanstieg von Q2 2021 wurde durch höhere Ölpreise und eine höhere Produktion begünstigt. Es war der erste vollständige Berichtszeitraum nach dem Erwerb des Oxbow-Ölfeld und demonstrierte die volle Fähigkeit des Unternehmens zur Cashflow-Generierung in diesem Zeitraum. Das Unternehmen produzierte im Q3 2021 durchschnittlich 6.970 BOE/Tag zu einem realisierten Verkaufspreis von 75,85 CAD. Der Verlust bei der Nettogewinnmarge ging deutlich zurück. Die Kosten der Einnahmen sind höher, aber im Verhältnis zu den Einnahmen niedriger.

### Bereinigter Free Cashflow in Q3 2021



Quellen: Saturn Oil & Gas, GBC AG

Die Kosten für zukünftige derivative Instrumente ergeben ein schlechteres Bild als bei Saturn Oil & Gas, da das Unternehmen einen freien Cashflow von 9,50 Mio. CAD erwirtschaftete.

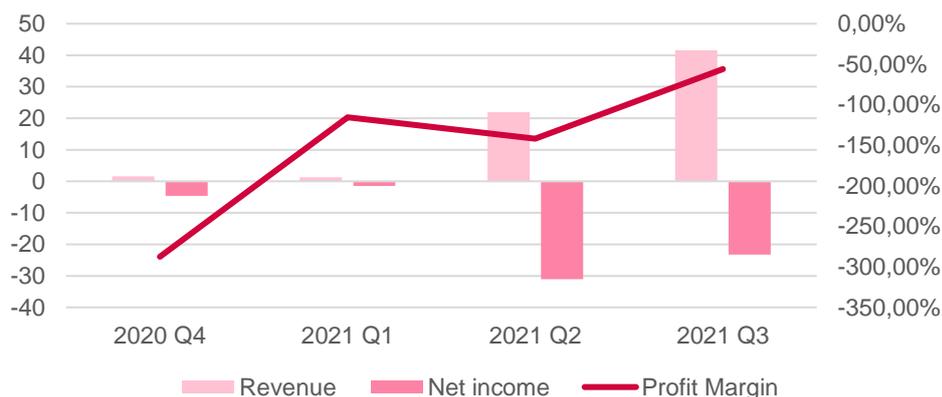
Das Unternehmen gab 7,10 Mio. CAD für Investitionen aus. Das Unternehmen zahlte 2,66 Mio. CAD für neu erworbene aussichtsreiche Grundstücke. Außerdem gab es 3,74 Mio. CAD für neue Bohrungen und die Fertigstellung von Bohrlöchern aus. Das Unternehmen gab 0,33 Mio. CAD für Anlagen und 0,09 Mio. CAD für Land und Pacht aus.

Das Unternehmen beendet das dritte Quartal mit einer Nettoverschuldung von 71,80 Mio. CAD im Vergleich zu 32,90 Mio. CAD am 31. Dezember 2020. **Die Nettoverschuldung des Unternehmens im Verhältnis zum annualisierten Cashflow beträgt 1,3, verglichen mit 33,3 zum Jahresende 2020.** Dies ist eine außergewöhnliche Leistung und bestätigt den niedrigen Preis, den das Unternehmen für die Übernahme von Oxbow gezahlt hat, sowie die Wertschöpfung für die Aktionäre.

**Zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Berichts hat das Unternehmen bereits 15 Mio. USD an Schulden zurückgezahlt, die bei der Übernahme entstanden sind.**

Das Unternehmen hat seine finanzielle Situation eindeutig verbessert. Die Gewinnspanne des Unternehmens ist durch die Übernahme von Oxbow erheblich gestiegen, ebenso wie der Umsatz. Der Nettogewinn hat sich als direkte Folge der derivativen Instrumente erheblich verringert.

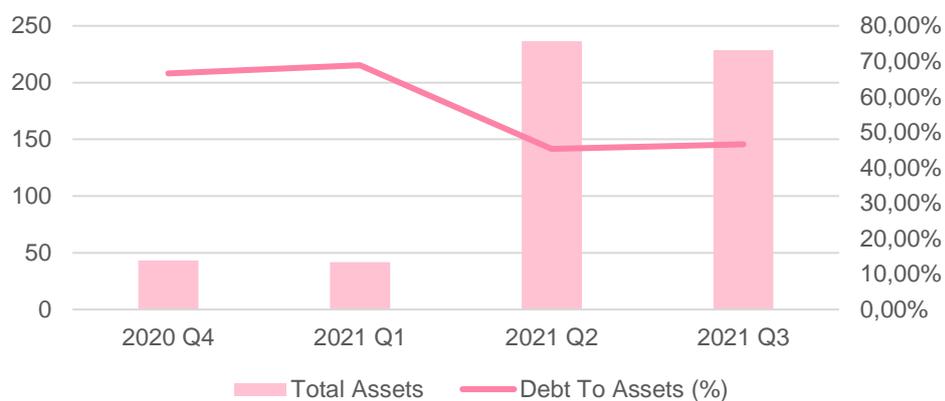
#### Entwicklung von Umsatz, Nettoeinkommen und Gewinnspanne



Quellen: Saturn Oil & Gas, GBC AG

Interessant ist, dass die Schuldenquote des Unternehmens seit der Übernahme und dem durch Hedging gesicherten Rückzahlungsplan erheblich gesenkt werden konnte. Das Unternehmen hat nicht nur seine Schulden im Verhältnis zu den Vermögenswerten reduziert und gleichzeitig die Größe seiner Vermögenswerte verfünffacht, sondern auch die Ausfallwahrscheinlichkeit gesenkt. Mehr Vermögenswerte und mehr Sicherheit für die Aktionäre bei geringerem Fremdkapitalanteil.

### Verschuldung im Verhältnis zur Bilanzsumme



Quellen: Saturn Oil & Gas, GBC AG

## PROGNOSEN

Kennzahlen (gerundet) in Mio. CAD	GJ 2021e	GJ 2022e	GJ 2023e
Ölpreis	69,00 \$	72,00 \$	73,00 \$
Produktion	4.169	7.500	8.500
Umsatzerlöse	105,62	197,10	226,48
EBITDA	36,67	74,81	83,88
<i>EBITDA-Margin</i>	34,7%	38,0%	37,3%
<i>Nettoschulden</i>	57,30	25,00	0,00

Quellen: Saturn Oil & Gas, GBC AG

Für das Geschäftsjahr 2021e erwarten wir, dass das Unternehmen die Umsatzgrenze von 100,00 Mio. CAD überschreiten wird. Mit den neuen Bohrungen des Unternehmens, die in Produktion gehen, glauben wir, dass der Jahresdurchschnitt von 4169 BOE/Tag erreicht werden kann.

Wir gehen davon aus, dass die Einnahmen im Jahr 2022e auf rund 197,10 Mio. CAD und im Jahr 2023e auf 226,48 Mio. CAD ansteigen werden. Darüber hinaus dürfte das Unternehmen bis Ende 2023 schuldenfrei sein, so dass 2024 das erste volle Jahr ohne Schulden sein wird. **Dies wird zu einer massiven Generierung von freiem Cashflow führen.**

## Finanzkennzahlen

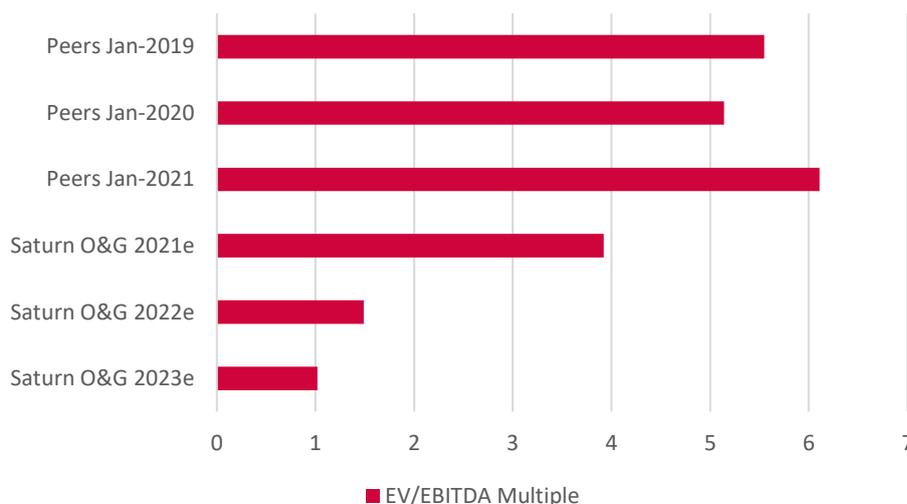
	GJ 2021e	GJ 2022e	GJ 2023e
EV	143,64	111,34	86,34
EBITDA	36,68	74,81	85,32
<b>EV/EBITDA</b>	<b>3,92</b>	<b>1,49</b>	<b>1,02</b>
<b>Cashflow je Aktie</b>	<b>1,46</b>	<b>2,98</b>	<b>3,40</b>

Quelle: Saturn Oil & Gas, GBC AG

Bei einem aktuellen Unternehmenswert von 143,64 Mio. CAD beträgt das Verhältnis zum EBITDA im GJ 2021e das 3,92-fache, wobei davon ausgegangen wird, dass Saturn Oil & Gas die Oxbow-Anlage erst seit weniger als sieben Monaten besitzt. Es ist wichtig, darauf hinzuweisen, dass sich das EV/EBITDA in den nächsten 12 Monaten drastisch ändern wird.

Wir prognostizieren einen Wert von 1,49x im GJ 2022e und einen Rückgang auf 1,02 am Ende des GJ 2023e. Dieses Verhältnis von fast 1/1 ist das niedrigste unter den Wettbewerbern von Saturn Oil and Gas und könnte auf eine erhebliche Unterbewertung des Unternehmens durch den Markt hindeuten. In den letzten drei Jahren lag dieses Verhältnis im Januar im Durchschnitt zwischen 5,14 und 6,11.

## EV/EBITDA für Öl- und Gasproduktions-/Explorationsunternehmen



Quelle: Saturn Oil & Gas, Leonard N. Stern School of Business

Der bereinigte Cashflow je Aktie des Unternehmens würde unseren Schätzungen zufolge bis zum Jahr 2022e \$ 2,98 CAD erreichen. Dies liegt sehr nahe am aktuellen Aktienkurs, was darauf hindeutet, dass die Märkte derzeit möglicherweise nicht den vollen Wert des Oxbow-Ölfelds ansetzen.

## Ergebnis je Aktie

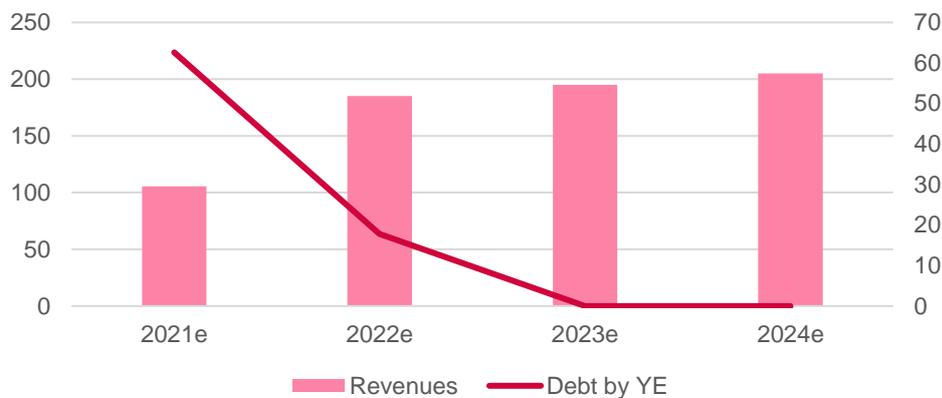
	GJ 2021e	GJ 2022e	GJ2023e
Ergebnis	-60,46	7,78	25,38
Ergebnis vor Derivaten	7,54	7,78	25,38
EPS (ohne Derivate)	0,30	0,31	1,01

Quelle: Saturn Oil & Gas, GBC AG

Nach unseren Schätzungen dürfte das Unternehmen im GJ 2021e ein EPS von \$-60,46 CAD erzielen. Dies stellt jedoch kein wahrheitsgetreues Bild des laufenden GJ2021e dar, da es die nicht realisierten, nicht zahlungswirksamen Verluste aus Derivaten einbezieht. Die Auswirkungen dieser Derivate auf den Gewinn pro Aktie sind deutlich zu erkennen, denn wenn wir diese Verluste herausrechnen, beträgt der Gewinn pro Aktie für das GJ2021e 0,30 CAD, verglichen mit 2,41 CAD ohne die Derivate. Die GJ2022e und GJ2023e weisen keine Verluste aus Derivaten auf und zeigen folglich ein starkes EPS für diese beiden Jahre.

Dies stellt den wahren Wert dar, der für die Aktionäre durch das Oxbow-Ölfeld und den Übergang von einem Juniorproduzenten zu einem bedeutenden Akteur in den Öl-Becken von Viking und Südost-Saskatchewan freigesetzt wurde.

### Rückzahlungshorizont der Schulden



Quellen: Saturn Oil & Gas, GBC AG

## EINE AUSGANGSBASIS FÜR EIN NACHHALTIGES WIRTSCHAFTSWACHSTUM

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass das Unternehmen mit der derzeitigen Produktionsrate und der Absicherungsstrategie in der Lage ist, alle "schwarzen Schwäne" in den nächsten zwei Jahren zu bewältigen. Die nahe Zukunft des Öl- und Gassektors wird wahrscheinlich von Volatilität geprägt sein. Nach allgemeiner Einschätzung könnten die WTI-Preise im Jahr 2023 die 100-USD-Marke überschreiten. Die jüngsten Ereignisse mit der OPEC und der Omikron-Variante haben jedoch einen vorübergehenden Bärenmarkt geschaffen. Saturn Oil & Gas ist für ein nachhaltiges Wachstum gut positioniert und könnte in einem Markt mit niedrigen Ölpreisen besser abschneiden als seine Konkurrenten, aber auch in einem Aufwärtmarkt die Produktion steigern.

Saturn Oil & Gas hat die Produktion seines Oxbow-Projekts stabilisiert und bereits gesteigert. Das Unternehmen hat nun die Integration des Oxbow-Ölfelds erfolgreich abgeschlossen und ist unserer Ansicht nach bereits für die nächste Wachstumsphase bereit.

**Angesichts der Größe des Unternehmens, seiner schlanken Struktur und der Unterstützung durch seine Aktionäre und Finanziere sind wir zuversichtlich, dass das Unternehmen sowohl organisch als auch durch Fusionen und Übernahmen weiterwachsen wird.**

**Kursziel: 12,17 CAD**

**Rating: Kaufen**

## ANHANG 1 – ERWERB DER OXBOW-ANLAGEN

Im folgenden Abschnitt geben wir einen detaillierteren Überblick über die jüngste Übernahme der Oxbow-Anlagen durch Saturn Oil & Gas. Damit soll denjenigen, die es vorziehen, detaillierte Informationen über die Unternehmen, die sie verfolgen, zu lesen, ein vollständigerer Überblick über die Transaktion geboten werden, wobei der Hauptteil so kurz wie möglich gehalten wird.

Mit dem Erwerb der Oxbow-Vermögenswerte hat das Unternehmen eine bahnbrechende Transaktion durchgeführt. Das neue Ölgeschäftsmodell basiert hauptsächlich auf der Maximierung des Cashflows, der Reduzierung der Schulden und der deutlichen Steigerung des Shareholder Value.

Dies führt zu einer Maximierung des freien Cashflows durch eine Minimierung der Gemeinkosten sowie zur Auslagerung von Bohrlochwartung, Transport, Bohrungen usw. an spezialisierte Teams unter strenger Überwachung durch das Unternehmen.

Eines der Probleme der großen Upstream-Produzenten sind ihre Managementteams. In der Regel haben sie ihre Karriere zu einer Zeit gemacht, als schlankes Management noch nicht die Norm war. Sie sind es gewohnt, „große Schiffe mit großen Besatzungen“ zu führen und haben eine sehr langwierige Befehlskette.

Unserer Ansicht nach ist das Management von Saturn Oil & Gas das komplette Gegenteil, was an sich schon eine einzigartige Chance darstellt. Das Unternehmen wurde von einer neuen Generation von Führungskräften aufgebaut, die nicht aus großen Führungsteams stammen, sondern ihre Position darin sehen, Dienstleistungen für die Branche und ihr Unternehmen in einem stark wettbewerbsorientierten Umfeld anzubieten. Wir sind davon überzeugt, dass sich diese Philosophie des "schlanken Wirtschaftens", die ihnen bei ihren früheren Unternehmungen Erfolg beschert hat, auch positiv auf ihre Fähigkeit auswirken wird, den freien Cashflow der Vermögenswerte von Oxbow zu maximieren.

Wir sind der Ansicht, dass die beiden wichtigsten Werthebel für diese Transaktion die organisatorische Konsolidierung und die Generierung von freiem Cashflow waren.

### **Free Cashflow**

Die Generierung von freiem Cashflow aus der Transaktion stützt sich im Wesentlichen auf vier Faktoren, um den Erfolg dieser Akquisition zu bewerten. Ölproduktion, Verwaltungskosten, Betriebskosten und Finanzierung. Da der größte Teil der Produktion abgesichert ist, können die Ölpreisgebühren, die Finanzierungskosten und die derivativen Instrumente nur geringfügig schwanken und können als fest angesehen werden.

### **Öl-Produktion**

Wie bereits erwähnt, hat das Unternehmen mit einer Produktion von fast 7.000 BOE/Tag in Q3 2021 genau das geliefert, was es versprochen hatte. Dies bestätigt das Verständnis des Unternehmens für die gekauften Vermögenswerte, die Bewertung ihrer tatsächlichen Rückgangsrates und zeigt die beeindruckende Fähigkeit des Akquisitionsteams von Saturn, die zu erwerbenden Vermögenswerte zu bewerten, eine genaue Due-Diligence-Prüfung durchzuführen und sie im Detail zu verstehen. Wir glauben, dass das Unternehmen ein sehr gutes und fähiges Kernteam für die Bewertung der Ölproduktion und der Ressourcen ausgewählt hat und dass es seine Versprechen in Bezug auf diese Akquisition eingehalten hat.

### ***Betriebs- und Verwaltungskosten***

Ein weiterer wichtiger Faktor für die Bewertung des Erfolgs dieser Transaktion sind die Betriebs- und Verwaltungskosten. Dies wird helfen zu verstehen, ob das Unternehmen seine nahtlose Integration unter Beibehaltung seiner DNA durchgeführt hat. Das Unternehmen hatte schon immer schlanke Betriebs- und Verwaltungskosten ausgewiesen, und die Unternehmensleitung hatte versprochen, diesen Weg während der Übernahme fortzusetzen und nach Möglichkeit noch zu verbessern. Man war davon überzeugt, dass man Größenvorteile erzielen und die neu erworbenen Vermögenswerte mit einem Minimum an Neueinstellungen betreiben könnte. Im Jahr 2019 wendeten die vorgelagerten börsennotierten Unternehmen aller Börsen im Durchschnitt 25 % ihrer Jahreseinnahmen für Verwaltungs- und Gemeinkosten auf. Der Median, der für die Realität repräsentativer sein könnte, lag bei 10 %. Saturn Oil & Gas hat den Zeitraum Q3 2021 mit Betriebs- und Verwaltungskosten von unter 1,5 % abgeschlossen. Diese Senkung um mehr als 75 % im Vergleich zu den Zahlen vor der Übernahme zeigt deutlich, dass das Unternehmen in der Lage ist, seine "schlanke" Struktur beizubehalten.

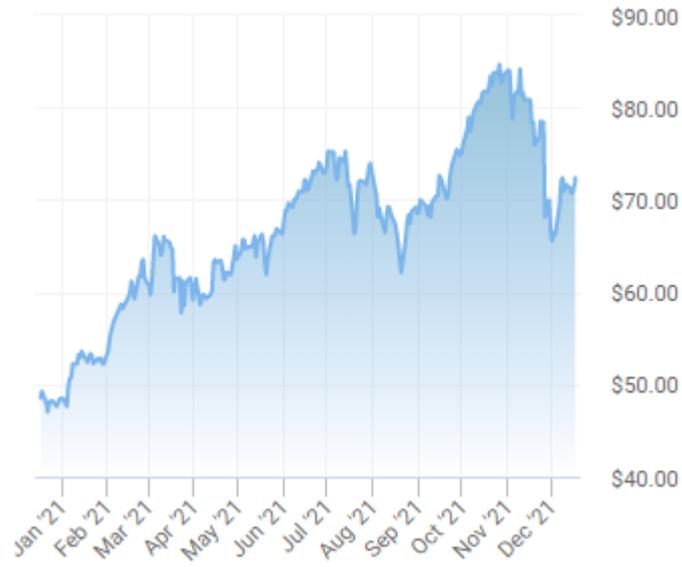
### ***Operative Kosten***

Das Unternehmen hat eine der niedrigsten Betriebskosten seiner Vergleichsgruppe. Unserer Ansicht nach ist dieser KPI ein wichtiger Indikator für den Erfolg dieser Transaktion. Das Unternehmen hat sehr vielversprechende Ergebnisse für Q3 2021 vorgelegt. Wir glauben, dass sich die Betriebskosten in einigen Quartalen verbessern könnten, und wir werden den Anstieg oder Rückgang der Betriebskosten genau beobachten. Das Unternehmen hat einen der höchsten Betriebsnettogewinne seiner Konkurrenten erzielt, was seine hohe Kosteneffizienz im Betrieb deutlich unterstreicht.

### ***Finanzierung***

Ganz einfach gesagt, die Fähigkeit des Unternehmens, diese Transaktion zu finanzieren, spricht bereits für sich. Nicht viele Unternehmen wären in der Lage, einen Vermögenswert zum siebenfachen Preis ihrer Marktkapitalisierung zu erwerben. Außerdem hat sich das Unternehmen für eine sehr defensive Finanzierung entschieden, was in dieser Branche kontra-intuitiv ist. Die meisten Upstream-Unternehmen streben eine möglichst hohe Korrelation mit dem Öl-Spotpreis an. Dies führt dazu, dass sie sehr ungesunde langfristige Fusionen und Übernahmen tätigen, die entweder auf der Annahme beruhen, dass der Ölpreis im Laufe der Zeit ständig steigen wird, oder dass sie ihre Szenarien auf einen unrealistisch hohen und unrealistisch stabilen Ölpreis stützen. Dieses Modell hat die gesamte Branche in den letzten Jahren in den Ruin getrieben und die Attraktivität dieses Sektors drastisch eingeschränkt. Saturn Oil & Gas hat einen anderen Ansatz gewählt. Durch die Absicherung des größten Teils der Produktion aus dieser Akquisition hat das Unternehmen sein Abwärtsrisiko abgesichert und gleichzeitig bewusst Geld auf dem Tisch gelassen, falls der Ölmarkt anzieht. Die Philosophie des Managements bestand darin, den Anlegern einen langfristigen realen Wert zu bieten und die Grundlage für vorhersehbare, stetige Einnahmen zu schaffen, während gleichzeitig ein nahezu risikofreier Schuldentilgungsplan aufgestellt wurde. Obwohl der Anstieg der Ölpreise auf den ersten Blick die Strategie des Unternehmens widerlegt haben könnte, werden die jüngsten Entwicklungen und die hohe Volatilität der Ölpreise bestätigen, dass die Strategie des Unternehmens gut war, sofern sie die Zukunft des Unternehmens nicht auf dem Rücken der Glücksritter austrägt. Die jüngsten Entwicklungen wie die Angst vor der neuen COVID-Variante, Bidens Ölpolitik und die sich verschlechternde Seuchenlage in Europa haben zu massiven Rückschlägen beim Ölpreis geführt und die Strategie des Managements als ideal erwiesen.

### Historischer WTI Preis (in US-Dollar)



Quelle: Oilprice.com

## **Organisatorische Konsolidierung**

### ***Portfolio mit hoher Einstufung***

Der zweite Werthebel für diese Transaktion war die organisatorische Konsolidierung. Das Unternehmen hat den Wert seines Portfolios durch die hohe Qualität und den Wert der neu erworbenen Grundstücke und Ölreserven erfolgreich gesteigert. Dies kann Saturn Oil & Gas in naher Zukunft ernsthafte Entwicklungsmöglichkeiten eröffnen und dem Unternehmen einen guten Landbesitz sichern. Das Unternehmen hat jetzt viel mehr Trümpfe in der Hand und kann mit der Umsetzung komplexerer Wertschöpfungspläne beginnen, wie z. B. strategische Investitionen nach dem Verkauf, Veräußerungen und Tausch von Vermögenswerten.

### ***Effizientere Kapitalallokation***

Einer der Kommentare, die wir während unseres Besuchs vor Ort wiederholt hörten, war der Mangel an neuem Kapital, das für diese Anlage eingesetzt wurde. Wir hörten von Ideen, Plänen und Strategien, an denen die Mitarbeiter intensiv gearbeitet hatten, die aber vom vorherigen Eigentümer nicht umgesetzt werden konnten. Wir glauben, dass das Management von Saturn Oil & Gas diese Vorschläge überprüfen und das Kapital dort einsetzen wird, wo das neu erworbene Team die größten Anstrengungen unternommen hat, um attraktivere Erschließungsmöglichkeiten zu schaffen. Saturn Oil & Gas ist bestrebt, das wahre Potenzial seiner Anlagen auszuschöpfen. Wir sind davon überzeugt, dass dieses hochwertige Projekt die Anerkennung und das Kapital erhält, die es verdient, sowie ein motiviertes Team, das innovative und ausgeklügelte Entwicklungspläne umsetzt, um das Oxbow-Projekt zu optimieren.

**In Anbetracht unserer Analyse der Q3 2021 Ergebnisse des Unternehmens besteht kein Zweifel daran, dass diese Übernahme sowohl für das Unternehmen als auch für die Aktionäre ein Erfolg ist.**

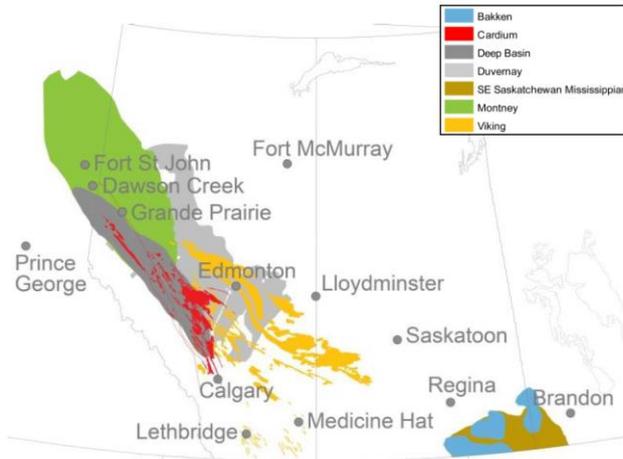
**Die vom Unternehmen vorgeschlagene Wertschöpfung wird realisiert, und das Unternehmen verfügt über schlanke und dynamische Managementfähigkeiten.**

**Die Integration der erworbenen Oxbow-Anlagen ist abgeschlossen und wird das Rückgrat der nächsten Wachstumsphase bilden.**

**Wir sind der Meinung, dass Saturn Oil & Gas über alle entscheidenden Erfolgsfaktoren verfügt, um in dem sich schnell verändernden und sehr volatilen aktuellen Ölpreisumfeld zu gedeihen.**

## ANHANG 2 – KOMMENTARE DER ANALYSTEN ZUM BESUCH VOR ORT

### Karte der Ölfelder Kanadas



Quellen: BMO capital markets, GBC AG

### Die neuen Büros befinden sich in Carlyle (Saskatchewan)



Quelle: GBC AG

Wir hatten die Gelegenheit, die neu erworbenen Oxbow-Assets im September 2021 zu besuchen. Der Besuch vor Ort umfasste eine vollständige Besichtigung und Präsentation des neuen Managements sowie eine Fahrt zu den Produktionsanlagen, Lagerstätten, Einrichtungen und eine Einführung in viele Mitarbeiter und Vertragsunternehmen. Die besichtigten Anlagen befanden sich in einem relativ konzentrierten Gebiet rund um die Kleinstadt Carlyle. Wir sprachen auch mit der örtlichen Gemeinde, um zu erfahren, wie sie das Unternehmen und dessen Ankunft in ihrer Gemeinde wahrnimmt.

### Die neu erworbenen Büros



Quelle: GBC AG

### Julien Desrosiers, Analyst der GBC AG, bei einem Besuch vor Ort



Quelle: GBC AG

### **Aktueller Stand der Oxbow-Anlagen**

Wir waren beeindruckt von der Qualität der erworbenen Anlagen. Die Infrastruktur ist in einwandfreiem Zustand, was für jeden einzelnen von uns besuchten Standort gilt. Wir haben die Anlagen zuvor wie folgt beschrieben: Die von Saturn zu übernehmender Infrastruktur wurde vom Vorbesitzer gut gepflegt und gewartet und bedarf keiner größeren Modernisierungs- oder Renovierungsarbeiten. Wir können nun bestätigen, dass dies nicht nur richtig ist, sondern dass die Qualität der Anlagen und insbesondere der Wartung unsere Erwartungen übertroffen hat.

### Saturn Öl- und Gasgewinnungsstätte



Quelle: GBC AG

### Diverse neu erworbene Anlagen



### **Die lokale Gemeinschaft**

Die Nachricht von der Übernahme wurde in der Region positiv aufgenommen. Die vorherigen Eigentümer betrachteten diese Anlage nicht als Kerngeschäft und hatten zwar alle Ausrüstungen, Anlagen und die Infrastruktur in bestem Zustand gehalten, aber lange Zeit kein zusätzliches Entwicklungskapital investiert. Daher wurde der Neuzugang von Saturn Oil & Gas in der Region sehr begrüßt, und die Kommentare, die wir hörten, waren ausschließlich positiv. Die örtliche Gemeinde ist sowohl in der Landwirtschaft als auch in der Öl- und Gasindustrie stark verwurzelt, und beide Sektoren lassen sich in der Regel gut miteinander kombinieren, um eine kohärente wirtschaftliche Entwicklung zu gewährleisten. Die stetigen Einnahmen der Landwirte aus der Verpachtung eines kleinen Teils ihres Landes an die Ölgesellschaften ergänzen ihre schwankenden Einnahmen aus ihrer Haupttätigkeit.

Die Gemeinde scheint sich auf mehr Investitionen in ihrer Region zu freuen, und die Mitarbeiter, die jetzt unter neuer Leitung stehen, scheinen sehr präzise und effiziente Strategien zu haben, um das Potenzial dieses Vermögenswertes zu maximieren.

Da die Kernwerte von Investoren immer mehr von Nachhaltigkeit bestimmt werden, waren wir sehr erfreut, die Unterstützung der lokalen Gemeinschaft für Saturn Oil & Gas persönlich zu begutachten - von den Mitarbeitern und verschiedenen Interessengruppen bis hin zu den Gemeindemitgliedern. Sie scheinen den Wunsch zu haben, dass die Entwicklung und die Kapitalzufuhr in ihrem Gebiet deutlich zunehmen und sind bereit, aktive Schritte in diese Richtung zu unternehmen.

### **Carlyle-Gemeinde und Stadtzentrum**





Quelle: GBC AG

### ***Integration des Humankapitals aus den Oxbow-Anlagen***

Man kann davon ausgehen, dass die Instandhaltung von Tausenden von Förderbrunnen und zusätzlichen Anlagen viel Personal erfordert. Doch nichts könnte weiter von der Wahrheit entfernt sein. Insgesamt hat Saturn Oil & Gas jetzt 16 zusätzliche Mitarbeiter vor Ort, die zwei verschiedenen Senior Managern unterstellt sind. Diese beiden wiederum unterstehen dem VP of Exploration. Da die meisten Bohrungen an ein Pipelinesystem angeschlossen sind, sind die Anlagen auch sehr wartungsarm. Infolgedessen ist das Unternehmen in der Lage, eine schlanke Managementstruktur beizubehalten, die Kosteneffizienz zu steigern und den Betrieb besser als zuvor zu führen. Die Mitarbeiter von Oxbow arbeiten seit Jahren, wenn nicht Jahrzehnten, auf diesen Feldern. Sie kennen sich sowohl technisch als auch in Bezug auf die Besonderheiten dieser Ölfelder sehr gut aus. Daher stellen sie keine Verwässerung des Talentpools des Unternehmens dar, sondern vielmehr eine Verstärkung des Humankapitals.

### **Mitarbeiter und Subunternehmer von Saturn Oil & Gas**





Quelle: GBC AG

### **Partnerschaft mit Watchdogs**

Das Unternehmen setzt die Watchdog-Technologie von Afti an vielen seiner Produktionsstandorte ein und prüft derzeit eine vollständige Einführung. Mit dieser Technologie kann Saturn Oil & Gas seine Bohrlöcher rund um die Uhr mit einer Live-Webcam überwachen. Bei unserem Besuch vor Ort hatten wir Gelegenheit, uns von den Details und Ergebnissen der Analysen und Berichte zu überzeugen, die dieses Produkt erstellt. Wir sind überzeugt, dass es sich um ein revolutionäres Produkt handelt, von dem Saturn Oil & Gas als Erstanwender dieser Technologie stark profitieren wird.

Erstens wird es von Vorteil sein, um Umweltprobleme, die an den Bohrlöchern auftreten könnten, zu begrenzen, indem die Zeit zwischen einem möglichen Leck und dem menschlichen Eingreifen verkürzt wird. Zweitens kann das Unternehmen seinen Betrieb mit verschiedenen elektronischen Sensoren auf einem völlig neuen Niveau überwachen. Drittens kann das Bohrloch im Falle eines katastrophalen Ereignisses ferngesteuert abgeschaltet werden. Die Technologie ist noch nicht bei allen Bohrungen im Einsatz und wird von Saturn Oil & Gas noch geprüft, aber wir gehen davon aus, dass das Unternehmen innerhalb des nächsten Jahres eine vollständige Einführung ankündigen wird. Dies wird die Effizienz des Teams weiter steigern, da die meisten physischen und visuellen Inspektionen aus der Ferne durchgeführt werden können. Das bedeutet, dass das Personal vor Ort mehr Zeit für die proaktive Wartung von Bohrlöchern hat, für die Arbeitskräfte benötigt werden, und dass die präventive Wartung verstärkt wird, was zu einer Effizienzsteigerung führt. Dies wird zu einer schlanken Struktur und niedrigen Betriebskosten des Unternehmens beitragen.

Wir sind der Meinung, dass das Unternehmen bei minimalen Kosten einen massiven Schutz für seinen Betrieb geschaffen hat. Einmal mehr zeigt Saturn Oil & Gas, wie sehr es sich für seine Anlagen und die zentralen Werte der Nachhaltigkeit einsetzt.

### Überwachungsgeräte an Produktionsbohrungen installiert



Quelle: GBC AG

## BEWERTUNG

### *Modellannahmen*

#### *Modell-Annahmen*

Saturn Oil & Gas wurde von uns anhand eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Ausgehend von den konkreten Schätzungen für die Jahre 2021 - 2023 in Phase 1 erfolgt in der zweiten Phase die Prognose für die Jahre 2024 bis 2028 unter Anwendung von Werttreibern. Wir erwarten ein jährliches Umsatzwachstum von 7,5 %. Wir haben eine Ziel-EBITDA-Marge von 37,7 % angenommen. In Phase 2 haben wir einen Steuersatz von 15,0 % berücksichtigt. In der dritten Phase wird ebenfalls ein Residualwert nach dem Ende des Prognosehorizonts unter Verwendung der ewigen Rente ermittelt. Im Endwert gehen wir von einer Wachstumsrate von 1,0 % aus.

#### *Kapitalkosten*

Der gewichtete durchschnittliche Kapitalkostensatz (WACC) von Saturn Oil & Gas wird aus den Eigenkapital- und Fremdkapitalkosten berechnet. Zur Ermittlung der Eigenkapitalkosten müssen die Marktprämie, das unternehmensspezifische Beta und der risikolose Zinssatz berechnet werden.

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage hierfür sind die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobondzinssätze nach der Svensson-Methode. Um kurzfristige Marktschwankungen zu glätten, werden die Durchschnittsrenditen der letzten drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. **Der derzeit verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 0,25. Zugleich stellt der aktuelle Wert derzeit die Untergrenze in unserem Bewertungsmodell dar.**

Wir verwenden die historische Marktprämie von 5,50 % als angemessene Erwartung für eine Marktprämie. Dies wird durch historische Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie spiegelt den Prozentsatz wider, um den der Aktienmarkt voraussichtlich besser rentiert als risikoarme Staatsanleihen.

Nach der GBC-Schätzmethode wird derzeit ein Beta von 1,49 ermittelt.

Unter den getroffenen Annahmen errechnen sich Eigenkapitalkosten von 8,4% (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir für die Eigenkapitalkosten eine nachhaltige Gewichtung von 60% annehmen, beträgt der gewichtete durchschnittliche Kapitalkostensatz (WACC) 8,6%.

#### *Bewertungsergebnis*

Auf der Grundlage unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir ein Kursziel von 12,17 CAD ermittelt.

## DCF-MODELL

### Saturn Oil & Gas - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	7,5%	ewiges Umsatzwachstum	1,0%
EBITDA-Marge	37,7%	ewige EBITA - Marge	22,2%
AFA zu operativen Anlagevermögen	15,0%	effektive Steuerquote im Endwert	15,0%
Working Capital zu Umsatz	30,0%		

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final Endwert	
	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e		
in Mio. EUR										
Umsatz (US)	105,62	197,10	226,48	243,47	261,73	281,36	302,46	325,14		
US Veränderung	1299,2%	86,6%	14,9%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	1,0%
US zu operativen Anlagevermögen	0,55	0,95	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	
EBITDA	36,67	74,81	85,32	91,72	98,60	106,00	113,95	122,49		
EBITDA-Marge	34,7%	38,0%	37,7%	37,7%	37,7%	37,7%	37,7%	37,7%	37,7%	
EBITA	20,38	43,49	48,50	54,04	58,09	62,44	67,13	72,16		
EBITA-Marge	19,3%	22,1%	21,4%	22,2%	22,2%	22,2%	22,2%	22,2%	22,2%	22,2%
Steuern auf EBITA	-0,15	7,00	-7,28	-8,11	-8,71	-9,37	-10,07	-10,82		
zu EBITA	0,7%	-16,1%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
EBI (NOPLAT)	20,23	50,50	41,23	45,93	49,37	53,08	57,06	61,34		
Kapitalrendite	206,4%	37,7%	22,5%	17,4%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	13,5%
Working Capital (WC)	-59,42	-24,66	13,37	73,04	78,52	84,41	90,74	97,54		
WC zu Umsatz	-56,3%	-12,5%	5,9%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	
Investitionen in WC	27,53	-34,77	-38,03	-59,67	-5,48	-5,89	-6,33	-6,81		
Operatives Anlagevermögen (OAV)	193,23	208,24	251,24	270,09	290,34	312,12	335,53	360,69		
AFA auf OAV	-16,29	-31,32	-36,82	-37,69	-40,51	-43,55	-46,82	-50,33		
AFA zu OAV	8,4%	15,0%	14,7%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Investitionen in OAV	-167,84	-46,32	-79,83	-56,53	-60,77	-65,33	-70,23	-75,49		
Investiertes Kapital	133,81	183,58	264,62	343,13	368,86	396,53	426,27	458,24		
EBITDA	36,67	74,81	85,32	91,72	98,60	106,00	113,95	122,49		
Steuern auf EBITA	-0,15	7,00	-7,28	-8,11	-8,71	-9,37	-10,07	-10,82		
Investitionen gesamt	-140,31	-81,09	-117,86	-116,20	-66,25	-71,22	-76,56	-82,30		
Investitionen in OAV	-167,84	-46,32	-79,83	-56,53	-60,77	-65,33	-70,23	-75,49		
Investitionen in WC	27,53	-34,77	-38,03	-59,67	-5,48	-5,89	-6,33	-6,81		
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00		
Freie Cashflows	-103,79	0,73	-39,81	-32,58	23,64	25,41	27,32	29,37		752,90

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	430,45	466,83
Barwert expliziter FCFs	8,39	8,39
Barwert des Continuing Value	422,06	458,44
Nettoschulden (Net debt)	125,39	161,36
Wert des Eigenkapitals	305,06	305,47
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	305,06	305,47
Ausstehende Aktien in Mio.	25,10	25,10
Fairer Wert der Aktie in EUR	12,15	<b>12,17</b>

#### Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	0,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,49
Eigenkapitalkosten	8,4%
Zielgewichtung	60,0%
Fremdkapitalkosten	12,5%
Zielgewichtung	40,0%
Taxshield	28,7%
WACC	<b>8,6%</b>

Kapitalrendite	WACC				
	8,0%	8,3%	8,6%	8,9%	9,2%
13,0%	13,58	12,46	11,44	10,50	9,63
13,3%	13,99	12,85	11,81	10,84	9,96
13,5%	14,40	13,24	<b>12,17</b>	11,19	10,29
13,8%	14,81	13,62	12,53	11,53	10,61
14,0%	15,22	14,01	12,90	11,88	10,94

## ANHANG

### I.

#### Research unter MiFID II

1. Es besteht ein Vertrag zwischen dem Researchunternehmen GBC AG und der Emittentin hinsichtlich der unabhängigen Erstellung und Veröffentlichung dieses Research Reports über die Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.

### II.

#### §1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

#### **Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:**

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-ag.de/de/Disclaimer>

#### **Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV**

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung>

#### **§ 2 (I) Aktualisierung:**

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

#### **§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:**

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter

Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

**Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:**

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$ .
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$ .
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$ .

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wertes je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufe, etc.

**§ 2 (III) Historische Empfehlungen:**

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung>

**§ 2 (IV) Informationsbasis:**

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

**§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR:**

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des § 85 WpHG und Art. 20 MAR nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

**Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5a,6a,7,11)**

**§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:**

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem analysierten Unternehmen oder analysierten Finanzinstrument oder Finanzprodukt.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3% der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen oder Emittenten des analysierten Finanzinstruments getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Finanzanalyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Unternehmens bzw. Emittenten
- (6) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen oder Finanzinstrument getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Dritten und/oder Unternehmen und/oder Emittenten des Finanzinstruments der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Dritten und/oder Emittent
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.

- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.
- (10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.
- (11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)
- (12) Das analysierte Unternehmen befindet sich zum Zeitpunkt der Finanzanalyse in einem, von der GBC AG oder mit ihr verbundenen juristischen Person, betreuten oder beratenen Finanzinstrument oder Finanzprodukt (wie z.B. Zertifikat, Fonds etc.)

### **§ 2 (V) 3. Compliance:**

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Kristina Heinzlbecker, E-Mail: heinzlbecker@gbc-ag.de

### **§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:**

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz) und Jörg Grunwald.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

**Julien Desrosiers, Finanzanalyst**

**Felix Haugg, B.A., Finanzanalyst**

### **§ 3 Urheberrechte**

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG  
Halderstraße 27  
D 86150 Augsburg  
Tel.: 0821/24 11 33-0  
Fax.: 0821/24 11 33-30  
Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: [compliance@gbc-ag.de](mailto:compliance@gbc-ag.de)



**GBC AG®**  
**- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -**

GBC AG  
Halderstraße 27  
86150 Augsburg  
Internet: <http://www.gbc-ag.de>  
Fax: ++49 (0)821/241133-30  
Tel.: ++49 (0)821/241133-0  
Email: [office@gbc-ag.de](mailto:office@gbc-ag.de)