



# Almonty Industries Inc.

Kanada / Bergbau  
 Toronto  
 Bloomberg: AII CN  
 ISIN: CA0203981034

Update Sangdong  
 Projektfinanzierung

**BEWERTUNG**

**KURSZIEL**

Aufwärtspotenzial

Risikobewertung

**BUY**

**CAD 1,50**

87,5%

High

## SANGDONG-TERMSHEET SOLL IN 12 WOCHEN ABGESCHLOSSEN SEIN

Almontys Update bezüglich des Fortschritts der Verhandlungen über die Projektfinanzierung ihrer Wolframmine Sangdong stellt die Unterzeichnung des endgültigen Term Sheets innerhalb von 12 Wochen in Aussicht. Die skizzierten Konditionen sind attraktiv. China deckt derzeit ca. 80% der weltweiten primären Wolframversorgung ab und wird voraussichtlich bis Mitte der 2020er zu einem Nettoimporteur werden. Die treibende Kraft hinter dem Sangdong-Deal ist die Sorge des großen Herstellers von nachgelagerten Wolframprodukten, Österreichs Plansee/Global Tungsten & Powders Corp. (GTP), um die langfristige Sicherheit der primären Wolframversorgung. Ein Zehn-Jahres-Abnahmevertrag, der im März mit Almonty unterzeichnet wurde, sah einen Mindestumsatz von CAD500 Mio. vor und entspricht ca. 85% von Sangdongs Gesamtproduktion in den ersten zehn Jahren. Die Entscheidung von Plansee/GTP, die Sangdong-Mine zu einem ihrer wichtigsten langfristigen Lieferanten zu machen, ist aus unserer Sicht eine starke Bestätigung der Almonty/Sangdong-Mine. Die Veröffentlichung der allgemeinen Bedingungen der Projektfinanzierung von Sangdong veranlasst uns, unser Kursziel von CAD1,45 auf CAD1,50 anzuheben. Wir behalten unsere Kaufempfehlung bei.

**Kreditgeber ist die KfW IPEX-Bank GmbH** Almonty hat ein Update zur Projektfinanzierung der Sangdong-Mine in Südkorea veröffentlicht. Die KfW IPEX-Bank GmbH hat Almonty gestattet bekanntzugeben, dass sie der Kreditgeber ist und weiterhin der Veröffentlichung der allgemeinen Finanzierungsbedingungen zugestimmt. Laut der Almonty-Pressemitteilung ist die Due Diligence nun fast abgeschlossen, und die Verhandlungen über das endgültige Term Sheet werden voraussichtlich innerhalb von 12 Wochen abgeschlossen sein.

**Darlehenslaufzeit: 8,25 Jahre; 2 Jahre tilgungsfrei; wir erwarten Zinssatz von ca. 3%** Die Bedingungen beinhalten ein vorrangiges Projektfinanzierungsdarlehen in Höhe von USD73 Mio.,... (b.w.)

### FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18E	2018/19E	2019/20E
Umsatz (CAD Mio.)	36,14	37,31	39,02	74,13	96,00	72,13
Jährliches Wachstum	23,7%	3,2%	4,6%	90,0%	29,5%	-24,9%
EBIT (CAD Mio.)	-18,19	-18,17	-10,07	16,55	24,07	18,01
EBIT-Marge	-50,3%	-48,7%	-25,8%	22,3%	25,1%	25,0%
Jahresübers. (CAD Mio.)	-19,55	-21,18	-8,12	14,13	19,39	14,87
EPS (verwässert) (CAD)	-0,38	-0,22	-0,07	0,08	0,11	0,08
DPS (CAD)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF (CAD Mio.)	-11,98	-15,48	-13,83	4,89	14,12	23,59
Nettoverschuldungsgrad	90,1%	155,8%	105,9%	60,8%	30,0%	1,0%
Liquide Mittel (CAD Mio.)	0,87	4,22	4,47	7,50	10,00	12,00

### RISIKEN

Risiken sind ein erneuter Rückgang des Wolframpreises und das Ausbleiben der Finanzierung für das strategisch wichtige Wolframprojekt 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.

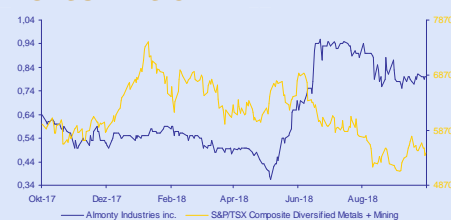
### HANDELSDATEN

Stand: 5. Okt 2018

Schlusskurs	CAD 0,80
Aktien im Umlauf	181,44 Mio.
Marktkapitalisierung	CAD 145,15 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	CAD 0,37/0,96
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	76.177

Multiples	2016/17	2017/18E	2018/19E
KGV	n.a.	10,3	7,5
EV/Sales	4,9	2,6	2,0
EV/EBIT	n.a.	11,5	7,9
Div.-Rendite	0,0%	0,0%	0,0%

### KURSÜBERSICHT



### UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 30. Jun 2018

Liquide Mittel	CAD 7,43 Mio.
K/fristige Vermögenswerte	CAD 23,44 Mio.
Immat. Vermögenswerte	CAD 0,00 Mio.
Bilanzsumme	CAD 177,98 Mio.
K/fristige Verbindlichkeiten	CAD 36,82 Mio.
Eigenkapital	CAD 59,46 Mio.

### AKTIONÄRSSTRUKTUR

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%



...das mittels der Sangdong-Mine gesichert ist. Almonty will insgesamt rund USD95 Mio. für die Finanzierung des Sangdong-Projektes aufbringen. Das Unternehmen erwägt Eigenkapital, Schulden oder eine Metal-Streaming-Vereinbarung als Mittel, um die benötigten USD20 Mio. bereitzustellen. Es wird erwartet, dass der Zinssatz auf normalen europäischen Kreditzinsen basiert. Wir erwarten ca. 3%.

Die Laufzeit des Darlehens beträgt 8,25 Jahre, wobei eine tilgungsfreie Zeit während der ersten zwei Jahre ab der ursprünglichen Inanspruchnahme vorgesehen ist. Die Österreichische Kontrollbank AG ("OeKB") prüft derzeit auf Basis des im März unterzeichneten Zehn-Jahres-Abnahmevertrages eine wesentliche Kreditgarantie.

## BEWERTUNG

Da die Finanzierung der Sangdong-Mine noch aussteht, bewerten wir das Projekt weiterhin auf der Grundlage des in Abbildung 1 gezeigten Peer-Group-Vergleichs.

**Abbildung 1: Sangdong Peer Group Vergleich**

	EV Mio. CAD	Gesamt MTU WO <sub>3</sub> in situ (000)	EV/MTU WO <sub>3</sub> in situ (CAD)
Blackheath Resources	0,7	1.228	0,60
Ormonde Mining*	38,9	2.174	17,87
Thor Mining	16,9	4.597	3,68
Sangdong	187,7	25.890	7,25

\*abgebildete in situ Ressource von 30% der Gesamtressource entspricht Ormondes 30% Anteil am Barruecopardo-Projekt

Quelle: Konzernzahlen; First Berlin Equity Research Schätzungen

Blackheath Resources konzentriert sich derzeit eher auf Explorationsarbeiten als auf Projektfinanzierungen.

Thor Mining veröffentlichte Anfang 2015 eine Machbarkeitsstudie für sein 100-prozentiges Molyhill-Wolframprojekt in Australien. Die Projektentwicklungskosten werden auf USD48 Mio. geschätzt. Das Unternehmen hat die Produktion von Wolframkonzentrat aus dem Molyhill-Projekt nachgewiesen und auch eine Absichtserklärung über Konzentratverkäufe mit einem großen internationalen Downstream-Verarbeiter getroffen. Das Unternehmen hat jedoch noch keine Finanzierung für das Projekt abgeschlossen.

Unter den in Abbildung 1 gezeigten Peers hat Ormonde Mining den höchsten Unternehmenswert/MTU/WO<sub>3</sub> bei CAD17,87. Ormonde ist das einzige Unternehmen in der Vergleichsgruppe, das die Finanzierung eines Projekts erreicht hat. Die Finanzierung des Barruecopardo-Wolframprojekts in Spanien wurde 2015 mit Oaktree Capital vereinbart. Ormonde behält 30% an dem Projekt, während Oaktree 70% hält. Die Produktion soll im 1. Quartal 2019 beginnen.

**Kursziel nun CAD1,50 (vorher: CAD1,45). Kaufempfehlung bekräftigt** Wir stützen unsere Bewertung von Sangdong weiterhin auf Ormonde. Seit unserem letzten Report vom 16. August ist der Ormonde-Aktienkurs um 18% von GBP4,20 auf GBP4,95 gestiegen. In unserem Augustreport bewerteten wir jede MTU der Ressourcen in Sandong mit CAD7,00 – einem Abschlag von 53% auf Ormondes damalige Bewertung von CAD14,84 pro MTU WO<sub>3</sub>. Konservativ heben wir diese Zahl nun auf CAD7,25 an, was einen 59%-igen Rabatt auf die aktuelle Ormonde-Bewertung von CAD17,87 pro MTU WO<sub>3</sub> darstellt. Dies bedeutet eine Gesamtbewertung für Almonty von CAD1,50 pro Aktie (siehe Abbildung 2 auf der nächsten Seite). Wir erhöhen unser Kursziel auf CAD1,50 (bisher: CAD 1,45) und behalten unsere Kaufempfehlung bei.



Abbildung 2: Sum-of-the-parts Bewertung

USD 000	Alt	Neu	% Delta
Panasqueira	63.552	64.573	1,6%
Los Santos	33.145	33.677	1,6%
Valtreixal	16.295	16.557	1,6%
Wolfram Camp	718	729	1,5%
Sangdong	138.680	143.612	3,6%
Abzüglich: Kosten der Muttergesellschaft	10.118	10.118	0,0%
<b>Gesamtunternehmenswert</b>	<b>242.251</b>	<b>249.029</b>	<b>2,8%</b>
Gesamtunternehmenswert (CAD 000)	<b>316.662</b>	<b>325.481</b>	2,8%
Abzüglich: Proformanettoverschuldung (CAD 000)	34.344	34.344	0,0%
Fairer Wert des Eigenkapitals (CAD 000)	<b>282.278</b>	<b>291.137</b>	3,1%
Proforma Aktienanzahl (000)	194.255	194.255	0,0%
Fairer Wert je Aktie (CAD)	<b>1,45</b>	<b>1,50</b>	3,1%

Quelle: First Berlin Equity Research



## GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd CAD	2014/15A	2015/16A	2016/17A	2017/18E	2018/19E	2019/20E
<b>Umsatz</b>	<b>36.142</b>	<b>37.310</b>	<b>39.018</b>	<b>74.135</b>	<b>95.997</b>	<b>72.133</b>
Produktionsskosten	37.743	32.969	32.349	39.283	54.274	39.575
<b>EBITDA vom Minenbetrieb</b>	<b>-1.601</b>	<b>4.341</b>	<b>6.669</b>	<b>34.852</b>	<b>41.723</b>	<b>32.558</b>
Wertberichtigungen	1.708	5.345	0	0	0	0
Abschreibungen & Amortisation	8.545	8.200	6.400	8.557	8.600	6.800
<b>Ergebnis des Minenbetriebs</b>	<b>-11.854</b>	<b>-9.204</b>	<b>269</b>	<b>26.295</b>	<b>33.123</b>	<b>25.758</b>
Allgemeine und Verwaltungskosten	6.339	8.962	10.336	8.852	9.050	7.750
<b>EBIT</b>	<b>-18.193</b>	<b>-18.166</b>	<b>-10.067</b>	<b>16.546</b>	<b>24.073</b>	<b>18.008</b>
Nettofinanzergebnis	1.404	2.709	2.436	2.592	1.265	511
Wechselkursbedingte (Gewinne) Verluste	1.313	-360	-1.368	1.173	0	0
<b>EBT</b>	<b>-20.910</b>	<b>-20.515</b>	<b>-8.120</b>	<b>12.781</b>	<b>22.808</b>	<b>17.497</b>
Steuern	-618	660	0	-1.350	3.421	2.625
Minderheitsbeteiligungen	-747	0	0	0	0	0
<b>Nettogewinn/ -verlust</b>	<b>-19.545</b>	<b>-21.175</b>	<b>-8.120</b>	<b>14.131</b>	<b>19.387</b>	<b>14.872</b>
<b>Verwässerte EPS (in CAD)</b>	<b>-0,38</b>	<b>-0,22</b>	<b>-0,07</b>	<b>0,08</b>	<b>0,11</b>	<b>0,08</b>
<b>EBITDA</b>	<b>-7.940</b>	<b>-4.621</b>	<b>-3.667</b>	<b>25.103</b>	<b>32.673</b>	<b>24.808</b>
<b>Kennzahlen</b>						
EBITDA-Marge	-22,0%	-12,4%	-9,4%	33,9%	34,0%	34,4%
EBIT-Marge	-50,3%	-48,7%	-25,8%	22,3%	25,1%	25,0%
Nettomarge	-54,1%	-56,8%	-20,8%	19,1%	20,2%	20,6%
Steuersatz	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	15,0%	15,0%
<b>Ausgaben in % vom Umsatz</b>						
Produktionsskosten	104,4%	88,4%	82,9%	53,0%	56,5%	54,9%
Wertberichtigungen	4,7%	14,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Allgemeine und Verwaltungskosten	17,5%	24,0%	26,5%	11,9%	9,4%	10,7%
<b>Jährliches Wachstum</b>						
Gesamtumsatz	23,7%	3,2%	4,6%	90,0%	29,5%	-24,9%
Operatives Ergebnis	n.a.	n.m.	n.m.	n.m.	45,5%	-25,2%
Nettogewinn/ -verlust	n.a.	n.m.	n.m.	n.m.	37,2%	-23,3%



## BILANZ

Alle Angaben in Tsd CAD	2014/15A	2015/16A	2016/17A	2017/18E	2018/19E	2019/20E
<b>Vermögen</b>						
<b>Umlaufvermögen, gesamt</b>	<b>8.543</b>	<b>17.800</b>	<b>15.823</b>	<b>23.068</b>	<b>29.583</b>	<b>26.715</b>
Liquide Mittel	866	4.215	4.473	7.500	10.000	12.000
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	840	707	1.420	2.965	1.920	1.443
Umsatzsteuerforderungen	2.149	1.439	1.372	1.853	3.744	2.813
Vorräte	4.076	10.720	7.274	8.896	11.520	8.656
Sonstige Forderungen	612	719	1.284	1.853	2.400	1.803
<b>Anlagevermögen, gesamt</b>	<b>108.984</b>	<b>149.966</b>	<b>144.328</b>	<b>157.686</b>	<b>164.807</b>	<b>169.861</b>
Minenanlagen	88.136	125.928	115.721	118.616	124.797	129.840
Abraumvorräte	15.410	18.665	23.492	32.000	32.000	32.000
Latente Steuern	4.036	2.859	2.864	4.819	5.760	5.771
Zahlungsmittel mit Verfügungsbeschränkungen	1.223	1.336	1.300	1.300	1.300	1.300
Sonstiges Vermögen	179	1.178	951	951	951	951
<b>Aktiva</b>	<b>117.527</b>	<b>167.766</b>	<b>160.151</b>	<b>180.754</b>	<b>194.391</b>	<b>196.576</b>
<b>Eigenkapital und Verbindlichkeiten</b>						
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt</b>	<b>32.578</b>	<b>55.849</b>	<b>47.374</b>	<b>40.690</b>	<b>37.919</b>	<b>46.814</b>
Bankschulden	1.794	4.456	9.447	0	0	0
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	15.453	21.799	22.479	28.171	31.679	42.126
Passive Rechnungsabgrenzungsposten	1.697	2.422	3.951	4.819	6.240	4.689
Kurzfristiger Anteil der langfristigen Verschuldung	13.634	27.172	11.497	7.700	0	0
<b>Langfristige Verbindlichkeiten, gesamt</b>	<b>35.947</b>	<b>76.348</b>	<b>67.152</b>	<b>76.382</b>	<b>74.707</b>	<b>52.077</b>
Langfristige Verschuldung	30.801	29.325	33.162	39.787	35.867	14.274
Renaturierungs- und sonstige Rückstellungen	3.228	45.548	32.790	34.000	35.000	36.000
Latente Steuern	1.918	1.475	1.200	2.595	3.840	1.803
<b>Anteile Dritter</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Eigenkapital</b>	<b>49.002</b>	<b>35.569</b>	<b>45.625</b>	<b>63.682</b>	<b>81.765</b>	<b>97.685</b>
<b>Passiva</b>	<b>117.527</b>	<b>167.766</b>	<b>160.151</b>	<b>180.754</b>	<b>194.391</b>	<b>196.576</b>
<b>Kennzahlen</b>						
Current ratio (x)	0,26	0,32	0,33	0,57	0,78	0,57
Quick ratio (x)	0,14	0,13	0,18	0,35	0,48	0,39
Nettoverbindlichkeiten	44,14	55,40	48,33	38,69	24,57	0,97
Net Gearing	90,1%	155,8%	105,9%	60,8%	30,0%	1,0%
Buchwert je Aktie (in €)	0,57	0,32	0,27	0,35	0,45	0,54
Return on Equity (ROE)	0,0%	-50,1%	-20,0%	25,9%	26,7%	16,6%



## CASHFLOWRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd CAD	2014/15A	2015/16A	2016/17A	2017/18E	2018/19E	2019/20E
<b>Nettogewinn vor Minderheitsanteilen</b>	<b>-20.292</b>	<b>-21.175</b>	<b>-8.242</b>	<b>14.131</b>	<b>19.387</b>	<b>14.872</b>
Aktienbasierte Vergütung	379	170	472	0	0	0
Abschreibungen und Amortisation	8.545	8.200	6.400	8.557	8.600	6.800
Zinsaufwand	1.404	2.709	2.436	0	0	0
Steueraufwand	618	660	122	0	0	0
Wertberichtigung der Minenanlage	1.708	5.345	0	0	0	0
Wertberichtigung der Vorräte	7.408	6.301	0	0	0	0
Unrealisierter wechsellkursbedingter (Gewinn) Verlust	2.138	-390	-1.320	0	0	0
Sonstige nicht-cashrelevante Posten	111	116	104	-177	0	0
Gezahlte Zinsen und Steuern	-2.033	-1.125	-920	0	0	0
Netto Veränderung des nicht-cashrelevanten Umlaufvermögens	4.877	-1.892	4.620	-6.166	914	13.764
Veränderung des Abrauminventars	-4.065	-3.138	-3.545	0	0	0
<b>Operativer Cashflow</b>	<b>798</b>	<b>-4.219</b>	<b>-2.888</b>	<b>16.345</b>	<b>28.901</b>	<b>35.436</b>
Investitionen in Minenanlagen	-12.783	-11.259	-10.945	-11.452	-14.781	-11.843
<b>Freier Cashflow</b>	<b>-11.985</b>	<b>-15.478</b>	<b>-13.833</b>	<b>4.893</b>	<b>14.120</b>	<b>23.593</b>
Akquisition von Panasqueira (abzüglich des akquirierten Barbestandes)	0	-833	0	0	0	0
Akquisition von Woulfe (abzüglich des akquirierten Barbestandes)	-2.275	0	0	0	0	0
Sonstige Investitionen	-1.058	-938	266	0	0	0
<b>Cashflow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-16.116</b>	<b>-13.030</b>	<b>-10.679</b>	<b>-11.452</b>	<b>-14.781</b>	<b>-11.843</b>
Cashflow aus FK-Finanzierung, netto	924	13.543	7.581	-6.619	-11.620	-21.593
Cashflow aus EK-Finanzierung, netto	-197	7.036	6.353	4.753	0	0
Gezahlte Dividenden	0	0	0	0	0	0
Sonstige Finanzierung	0	0	0	0	0	0
<b>Cashflow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>727</b>	<b>20.579</b>	<b>13.934</b>	<b>-1.866</b>	<b>-11.620</b>	<b>-21.593</b>
FOREX & sonstige Effekte	610	19	-109	0	0	0
<b>Veränderung der liquiden Mittel</b>	<b>-13.981</b>	<b>3.349</b>	<b>258</b>	<b>3.027</b>	<b>2.500</b>	<b>2.000</b>
Cash am Anfang der Periode	14.847	866	4.215	4.473	7.500	10.000
<b>Cash zum Ende der Periode</b>	<b>866</b>	<b>4.215</b>	<b>4.473</b>	<b>7.500</b>	<b>10.000</b>	<b>12.000</b>
<b>EBITDA je Aktie (in CAD)</b>	<b>-0,15</b>	<b>-0,05</b>	<b>-0,03</b>	<b>0,14</b>	<b>0,18</b>	<b>0,14</b>
<b>Jährliches Wachstum</b>						
Operativer Cashflow	n.a.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	22,6%
Freier Cashflow	n.a.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	67,1%
EBITDA je Aktie	n.a.	n.m.	n.m.	n.m.	28,3%	-24,1%

**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...3	↓	↓	↓	↓
4	16. März 2018	CAD 0,54	Buy	CAD 1,10
5	26. Mai 2018	CAD 0,54	Buy	CAD 1,30
6	16. August 2018	CAD 0,89	Buy	CAD 1,45
7	Heute	CAD 0,80	Buy	CAD 1,50

**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© 2018 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 <sup>1</sup>	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%

<sup>1</sup> 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, Kanada und/oder dem Vereinigten Königreich (Großbritannien) bestimmt.**