



Almonty Industries Inc.

Kanada / Bergbau
 Toronto
 Bloomberg: AII CN
 ISIN: CA0203981034

Geschäftsbericht
 2017/18

BEWERTUNG

KURSZIEL

Aufwärtspotenzial
 Risikobewertung

BUY

CAD 1,25

92,3%
 High

Q4 SCHWÄCHER, ABER SANGDONG DUE DILIGENCE IN DER ENDPHASE

Der Umsatz und das EBITDA 2017/18 des Bergbaubetriebes lagen aufgrund der schwächeren Nachfrage und des niedrigeren Wolframpreises im letzten Quartal des Almonty-Geschäftsjahres (Geschäftsjahresende: 30. September) um 12,1% bzw. 18,3% unter unseren Erwartungen und auch, weil Lieferungen im Wert von CAD2-3 Mio. nicht in Umsätze umgewandelt wurden, weil sie die Kunden nicht rechtzeitig erreicht haben. Aus Gesprächen mit dem Management ergibt sich jedoch, dass die Due Diligence der Banken bei der Finanzierung der Mine Sangdong kurz vor dem Abschluss steht. Die treibende Kraft hinter dem Sangdong-Deal ist die Sorge des großen Herstellers von nachgelagerten Wolframprodukten, Global Tungsten & Powders Corp.(GTP), um die langfristige Sicherheit der primären Wolframversorgung. In der Zwischenzeit reduziert China, das 80% der weltweiten Primärwolframproduktion ausmacht, die Exporte des vorgelagerten Rohstoffs Wolframkonzentrat (Almontys Produkt). Wir gehen davon aus, dass die Entwicklung von Sangdong, die mit 25,9 Mio. MTU WO₃ in situ eine der größten Ressourcen der Welt ist, und dessen durchschnittlicher Gehalt mit 0,49% doppelt so hoch ist wie der Durchschnitt westlicher/chinesischer Minen, zur Lösung dieses Problems beitragen wird. Ein Zehn-Jahres-Abnahmevertrag, der im März 2018 mit GTP unterzeichnet wurde, sieht einen Mindestumsatz von CAD500 Mio. vor. Dies bedeutet effektiv einen Mindestpreis pro MTU von USD183/MTU WO₃. Der Spot-MTU-Preis liegt derzeit bei USD207, verglichen mit einem jüngsten Höchststand von USD273 im zweiten Quartal 2018. Sangdong wird vorbehaltlich der Finanzierung voraussichtlich im Jahr 2020 mit der Produktion beginnen. Wir haben unser Kursziel von CAD1,50 auf CAD1,25 gesenkt, um unsere reduzierten kurzfristigen Prognosen zu berücksichtigen, behalten aber unsere Kaufempfehlung bei.

Umsatz in Q4 17/18 um 34,9% niedriger als in Q3 17/18 Wie Abbildung 1 auf der nächsten Seite zeigt, stieg der Konzernabsatz im vierten Quartal 17/18 um 38,0% auf 53,394 MTU (Q4 16/17: 36.299 MTU) und stieg (b.w.)

FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19E	2019/20E
Umsatz (CAD Mio.)	36,14	37,31	39,02	65,17	53,49	53,72
Jährliches Wachstum	23,7%	3,2%	4,6%	67,0%	-17,9%	0,4%
EBIT (CAD Mio.)	-18,19	-18,17	-10,07	-7,61	5,48	4,50
EBIT-Marge	-50,3%	-48,7%	-25,8%	-11,7%	10,2%	8,4%
Jahresübers. (CAD Mio.)	-19,55	-21,18	-8,24	-10,69	3,22	2,44
EPS (verwässert) (CAD)	-0,38	-0,22	-0,07	-0,06	0,02	0,01
DPS (CAD)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF (CAD Mio.)	-11,98	-15,48	-13,83	4,67	-3,59	6,57
Nettoverschuldungsgrad	90,1%	155,8%	105,9%	98,8%	116,2%	90,8%
Liquide Mittel (CAD Mio.)	0,87	4,22	4,47	8,72	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: 18. Jan 2019

Schlusskurs	CAD 0,65
Aktien im Umlauf	181,44 Mio.
Marktkapitalisierung	CAD 117,94 Mio.
52-W. Tiefst/Höchstkurse	CAD 0,37/0,96
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	77.286

Multiples	2017/18	2018/19E	2019/20E
KGV	n.a.	36,6	48,3
EV/Sales	2,4	3,0	2,9
EV/EBIT	n.a.	28,9	35,2
Div.-Rendite	0,0%	0,0%	0,0%

KURSÜBERSICHT



UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 30. Sep 2018

Liquide Mittel	CAD 8,72 Mio.
K/fristige Vermögenswerte	CAD 24,47 Mio.
Immat. Vermögenswerte	CAD 0,00 Mio.
Bilanzsumme	CAD 147,30 Mio.
K/fristige Verbindlichkeiten	CAD 53,09 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%



im Gesamtjahr um 25,6% auf 185,263 MTU (GJ 16/17: 147.456 MTU). Die Mine Los Santos war sowohl im vierten Quartal 17/18 (+ 65,0%) als auch im Gesamtjahr (+ 40,4%) der Haupttreiber des Mengenwachstums, aber die Auslieferungen des gesamten Jahres waren ungefähr gleich verteilt zwischen Los Santos und der Mine Panasqueira. In Q4 17/18 war ein stärkeres Gesamtabsatzwachstum zu verzeichnen als in jedem anderen Quartal des Geschäftsjahres.

Das Umsatzwachstum im vierten Quartal 17/18 lag jedoch mit 35,3% deutlich unter dem Wert des dritten Quartals 17/18 von 104,8%. Der Umsatz in Q4 17/18 sank um 34,9% auf CAD14,6 Mio., verglichen mit CAD22,5 Mio. in Q3 17/18. Die Gründe, warum der Umsatz zwischen Q3 17/18 und Q4 17/18 sequenziell zurückging, und hinter unseren Prognosen zurückblieb (siehe Abbildung 2 auf der nächsten Seite) waren erstens die schwächere Wolframnachfrage und niedrigere Spotpreise und zweitens die oben erwähnte fehlenden Umsätze in Höhe von CAD 2-3 Mio.

Panasqueira-Festpreisvertrag erneuert zu verbesserten Konditionen für 2019 Die Mine Panasqueira hatte für das Kalenderjahr 2018 einen Festpreisvertrag, in dem sie ihre Produktion bei USD280 pro MTU WO₃ verkaufte (dies entspricht USD359 pro MTU-Wolfram-APT). Dieser Vertrag wurde für das Kalenderjahr 2019 zu einem leicht verbesserten Preis von USD286 pro MTU WO₃ (entsprechend USD 367 pro MTU-Wolfram-APT) verlängert. Seit Anfang Februar 2018 verkauft Los Santos ihre Produktion gemäß einem Vertrag, der auf Spotmarktpreisen basiert. Der Spotpreis pro WO₃-MTU erreichte im zweiten Quartal einen Höchststand von USD273 (entspricht USD350 pro MTU Wolfram-APT) und sank im Kalender-Quartal 3 um 19% auf USD220 (entspricht USD282 pro MTU Wolfram APT). Der aktuelle Spotpreis pro WO₃-MTU beträgt USD207 (entspricht USD282 pro MTU Wolfram APT).

Abbildung 1: Jüngste Entwicklung von Absatz, Umsatz, EBITDA des Bergbaubetriebes

	FY 16/17	Q1 17/18	Q2 17/18	Q3 17/18	Q4 17/18	FY 17/18
Los Santos WO ₃ Absatz (MTUs)	66.698	16.926	20.929	27.858	27.910	93.623
im Vergleich zum Vj.	n.a.	16,5%	14,2%	64,7%	65,0%	40,4%
Panasqueira WO ₃ Absatz (MTUs)	80.758	19.373	23.141	23.642	25.484	91.640
im Vergleich zum Vj.	n.a.	8,1%	15,1%	12,8%	17,1%	13,5%
Gesamtabsatz (MTUs)	147.456	36.299	44.070	51.500	53.394	185.263
im Vergleich zum Vj.	n.a.	11,8%	14,7%	36,0%	38,0%	25,6%
Gesamtumsatz (CAD 000s)	39.018	10.767	17.302	22.473	14.629	65.171
im Vergleich zum Vj.	4,6%	52,5%	70,0%	104,8%	35,3%	67,0%
Gesamt-EBITDA des Bergbaubetriebes (CAD 000s)	6.669	2.953	7.604	12.702	5.213	28.472
im Vergleich zum Vj.	53,6%	n.a.	699,6%	281,1%	84,8%	326,9%

Quelle: Almonty Industries Inc.

Das EBITDA aus dem Bergbaubetrieb lag im vierten Quartal 17/18 bei CAD5,2 Mio. (4. Quartal 16/17: CAD2,8 Mio.). Für das Gesamtjahr betrug dieser Wert CAD28,5 Mio. (GJ 16/17: CAD6,7 Mio.). Auch hier lag das Q4 17/18 mit CAD5,2 Mio. deutlich unter der Q3 17/18-Zahl von CAD12,7 Mio.

Wolfram Camp Mine in Q4 17/18 auf Null abgeschrieben Almonty verbuchte in Q4/18 eine Wertminderung von CAD15,6 Mio., während in den vorangegangenen drei Quartalen und im Geschäftsjahr 2016/17 keine Wertminderungen vorgenommen wurden. Von den CAD15,6 Mio., entfallen CAD12,8 Mio. auf die Wolfram Camp Mine in Australien. Die Mine ist jetzt auf Null abgeschrieben. Das Management hat die Entscheidung getroffen, die Mine abzuschreiben, da man keine Angebote für die Vermögenswerte erhielt, und die Wiederaufnahme des Betriebs nicht geplant ist. Wir waren zuvor davon ausgegangen, dass die Produktion im Wolfram Camp ab Januar 2019 für neun Monate wieder aufgenommen wird. Wir haben unsere Prognosen entsprechend angepasst. Der Rest der Wertminderungsaufwendungen (CAD2,8 Mio.) resultiert aus einer Änderung des Minenplans



in Los Santos. Almonty beabsichtigt nun, den Erzabbau abzuschließen und im laufenden Quartal mit der Wiederaufbereitung der Rückstände zu beginnen. Dieser Übergang findet früher statt als zuvor geplant. Infolgedessen wurden die aktivierten Grubenentwicklungs- und Abraumkosten für nicht mehr abgebaute Gruben abgeschrieben.

Sowohl Los Santos als auch Panasqueira erzielten im vierten Quartal 17/18 ein positives EBITDA Das EBITDA für das GJ 17/18 (= EBITDA aus dem Bergbaubetrieb abzüglich Verwaltungskosten und aktienbasierter Vergütung) belief sich auf CAD 19,1 Mio. (GJ 16/17: CAD-3,7 Mio.) Das EBITDA in Q4 17/18 lag bei CAD 2,7 Mio. (Q4 16/17: CAD 0,9 Mio.). Das EBITDA in Q4 17/18 war deutlich niedriger als in Q3 17/18 (9,6 Mio. CAD), aber sowohl Los Santos als auch Panasqueira erzielten im letzten Quartal des Geschäftsjahres ein positives EBITDA von CAD 1,3 Mio. bzw. CAD 3,0 Mio..

Abbildung 2: 2017/18 Ergebnis ggü. unseren Prognosen

CAD 000	2017/18A	2017/18E	Δ ggü. 2017/18E	2016/17A	Δ ggü. 2016/17A
Verkauftes WO₃ (MTU)	185.263	180.145	2,8%	147.456	25,6%
Umsatz	65.171	74.135	-12,1%	39.018	67,0%
Produktionskosten	36.699	39.283	-6,6%	32.349	13,4%
EBITDA des Bergbaubetriebes	28.472	34.852	-18,3%	6.669	326,9%
Wertberichtigungen	15.604	0	n.a.	0	n.a.
Abschreibungen & Amortisation	11.155	8.557	30,4%	6.400	74,3%
Ergebnis des Minenbetriebs	1.713	26.295	-93,5%	269	536,8%
Allgemeine und Verwaltungskosten	8.426	8.852	-4,8%	9.864	-14,6%
Aktienbasierte Vergütung	897	897	0,0%	472	90,0%
EBIT	-7.610	16.546	n.a.	-10.067	-24,4%
Nettofinanzaufwand	2.459	2.592	-5,1%	2.436	0,9%
Gewinne aus Schuldenrestrukturierung	0	0	n.a.	3.015	n.a.
Wechselkurs-(gewinne)/-verluste	-95	1.173	n.a.	-1.368	-93,1%
EBT	-9.974	12.781	n.a.	-8.120	22,8%
Steuerrückstellungen	715	-1.350	n.a.	122	486,1%
Minderheitsbeteiligungen	0	0	n.a.	0	n.a.
Nettogewinn/Verlust	-10.689	14.131	n.a.	-8.242	29,7%
EPS (CAD)	-0,06	0,08	n.a.	-0,07	n.a.
EBITDA	19.149	25.103	-23,7%	-3.667	n.a.

Quelle: Almonty, First Berlin Equity Research

Die Nettoverschuldung ist im vierten Quartal weiter zurückgegangen Die folgende Abbildung 3 zeigt die Entwicklung der Nettoverschuldung und der Eigenkapitalposition von Almonty seit Ende des Kalenderjahrs 2016. Wie in unseren vorangegangenen Studien erläutert, hat sich die Finanzlage von Almonty in den letzten zwei Jahren deutlich verbessert. Das Unternehmen hat Schulden gegen Eigenkapital getauscht, die Tilgung verschoben und neues Eigenkapital aufgenommen. Almonty konnte im Geschäftsjahr 17/18 neues Netto-Eigenkapital in Höhe von CAD4,8 Mio. aufbringen. Die Eigenkapitalposition des Unternehmens verringerte sich jedoch hauptsächlich aufgrund des Nettoverlusts in Höhe von CAD10,7 Mio. für das Jahr, zu dem der Wertminderungsaufwand CAD15,6 Mio. beitrug. Die kurzfristigen Schulden stiegen von CAD7,7 Mio. Ende Juni 2018 auf CAD25,9 Ende September 2018, da ein Darlehen in Höhe von USD10 Mio. (CAD13,1 Mio.) mit Fälligkeit am 30. September 2019 von den langfristigen auf die kurzfristigen Verbindlichkeiten übertragen wurde. Wir stellen fest, dass das Management derzeit die Verlängerung der Laufzeit dieses Darlehens aushandelt. Die verbleibenden kurzfristigen Verbindlichkeiten in Höhe von CAD12,8 Mio. zum 30. September 2018 umfassten Darlehen in Höhe von CAD6,8 Mio., die von der spanischen Bank an die Los Santos-Holdinggesellschaft Daytal vergeben wurden, sowie eine bei der Deutsche Rohstoff (ein Anteilseigner von 12,8% an Almonty) ausstehende Wandelanleihe in Höhe von CAD6 Mio. mit der Fälligkeit am 22. März 2019.



Seit Ende des Geschäftsjahres 2017/18 wurde die Fälligkeit der letztgenannten Verbindlichkeit bis zum 22. März 2021 verlängert. Mitte Dezember 2018 gab Almonty eine weitere Wandelanleihe an die Deutsche Rohstoff mit einem Nominalwert von CAD2 Mio., Kupon von 6% und einer Fälligkeit zum 30. Juni 2019 aus.

Abbildung 3: Änderungen der Finanzlage

CAD 000	31. Dez 16	31. Mrz 17	30. Jun 17	30. Sep 17	31. Dez 17	31. Mrz 18	30. Jun 18	30. Sep 18
Liquide Mittel	2.463	1.266	1.323	4.473	3.770	5.840	7.433	8.721
Verfügungsbeschränkte Mittel	1.290	1.351	1.325	1.300	1.302	1.316	1.294	1.245
Kurzfristige Verschuldung	25.777	26.868	21.519	20.944	13.006	9.482	7.696	25.876
Langfristige Verschuldung	39.024	40.363	35.875	33.162	41.028	46.029	46.176	24.455
Nettoverschuldung	61.048	64.614	54.746	48.333	48.962	48.355	45.145	40.365
Eigenkapital	29.159	25.804	36.434	45.625	46.912	55.524	59.462	40.863
Nettoverschuldungsgrad	209,4%	250,4%	150,3%	105,9%	104,4%	87,1%	75,9%	98,8%

Quelle: Almonty

Die Änderungen unserer Prognosen, die in Abbildung 4 dargestellt sind, spiegeln konservativere Mengen- und Preisannahmen angesichts der nachlassenden wirtschaftlichen Aktivität seit dem Sommer wider. Unsere Prognosen für 2018/19 sind auch von der Nichtaufnahme der Produktion aus der Wolfram Camp Mine beeinflusst. In unserer letzten Prognose wurde in den letzten neun Monaten des Jahres 2018/19 eine Produktion von 56.632 MTU von Wolfram Camp mit einem Umsatz von CAD20,8 Mio. unterstellt. Unsere Prognosen für die Valtreixal-Mine aus dem Jahr 2019/20 erhöhen sich durch einen Anstieg des Zinnpreises (ein wichtiges Nebenprodukt der Mine) um 10% seit unserer letzten Studie vom 8. Oktober.

Abbildung 4: Änderungen unserer Prognosen

CAD 000	2018/19E			2019/20E		
	alt	neu	% Δ	alt	neu	% Δ
Verkauftes WO₃ (MTU)	234.632	161.330	-31,2%	170.200	153.800	-9,6%
Umsatz	95.997	53.488	-44,3%	72.133	53.724	-25,5%
Produktionskosten	54.274	33.711	-37,9%	39.575	36.036	-8,9%
EBITDA des Bergbaubetriebes	41.723	19.776	-52,6%	34.558	17.688	-48,8%
Wertberichtigungen	0	0	n.a.	0	0	n.a.
Abschreibungen & Amortisation	8.600	6.600	-23,3%	6.800	5.590	-17,8%
Ergebnis des Minenbetriebs	33.123	13.176	-60,2%	27.758	12.098	-56,4%
Allgemeine und Verwaltungskosten	9.050	7.700	-14,9%	7.750	7.596	-2,0%
Aktienbasierte Vergütung	0	0	n.a.	0	0	n.a.
EBIT	24.073	5.476	-77,3%	18.008	4.502	-75,0%
Nettofinanzaufwand	1.265	1.686	33,3%	511	1.627	218,3%
Wechselkursbedingte (Gewinne)/Verluste	0	0	n.a.	0	0	n.a.
EBT	22.808	3.790	-83,4%	17.497	2.875	-83,6%
Steuerrückstellungen	3.421	569	-83,4%	2.625	431	-83,6%
Minderheitsbeteiligungen	0	0	n.a.	0	0	n.a.
Nettogewinn/Verlust	19.387	3.222	-83,4%	14.872	2.444	-83,6%
EPS (CAD)	0,11	0,02	-83,9%	0,08	0,01	-83,6%
EBITDA	32.673	12.076	-63,0%	24.808	10.092	-59,3%

Quelle: First Berlin Equity Research



BEWERTUNG

Da die Finanzierung der Sangdong-Mine noch aussteht, bewerten wir das Projekt weiterhin auf der Grundlage des in Abbildung 5 gezeigten Peer-Group-Vergleichs.

Abbildung 5: Sangdong Peer Group Vergleich

	EV Mio. CAD	Gesamt MTU WO ₃ in situ (000)	EV/MTU WO ₃ in situ (CAD)
Blackheath Resources	0,7	1.228	0,60
Ormonde Mining*	36,4	2.174	16,75
Thor Mining	12,9	4.767	2,71
Sangdong	181,2	25.890	7,00

*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 5 gezeigten Peers hat Ormonde Mining den höchsten Unternehmenswert/MTU/WO₃ bei CAD16,75. 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 hält 30% an dem Projekt, während Oaktree 70% hält. Die Produktion soll im 1. Quartal 2019 beginnen.

Kursziel nun CAD1,25 (vorher: CAD1,50). Kaufempfehlung bekräftigt Wir stützen unsere Bewertung von Sangdong weiterhin auf Ormonde. Seit unserer letzten Studie vom 8. Oktober ist der Ormonde-Aktienkurs um 7% von GBP4,95 auf GBP4,60 gefallen. In unserer Oktoberstudie bewerteten wir jede MTU der Ressourcen in Sandong mit CAD7,25 – einem Abschlag von 59% auf Ormondes damalige Bewertung von CAD17,87 pro MTU WO₃. Wir senken diese Zahl nun auf CAD7,00 herab, was einen 58%-igen Abschlag auf die aktuelle Ormonde-Bewertung von CAD16,75 pro MTU WO₃ darstellt. Dies bedeutet eine Gesamtbewertung für Almonty von CAD1,25 pro Aktie (siehe Abbildung 6). Wir senken unser Kursziel auf CAD1,25 herab (bisher: CAD 1,50) aber behalten unsere Kaufempfehlung bei.

Abbildung 6: Sum-of-the-parts Bewertung

USD 000	alt	neu	% Δ
Panasqueira	64.438	43.815	-32,0%
Los Santos	33.606	17.103	-49,1%
Valtreixal	16.522	21.570	30,6%
Wolfram Camp	728	0	-100,0%
Sangdong	143.612	136.673	-4,8%
Abzüglich: Kosten der Muttergesellschaft	10.118	10.118	0,0%
Gesamtunternehmenswert	248.788	209.043	-16,0%
Gesamtunternehmenswert (CAD 000)	325.165	277.191	-14,8%
Abzüglich: Proformanettoverschuldung (CAD 000)	34.344	25.555	-25,6%
Fairer Wert des Eigenkapitals (CAD 000)	290.821	251.637	-13,5%
Proforma Aktienanzahl (000)	194.255	200.841	3,4%
Fairer Wert je Aktie (CAD)	1,50	1,25	-16,3%

Quelle: First Berlin Equity Research Schätzungen



GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd CAD	2014/15A	2015/16A	2016/17A	2017/18A	2018/19E	2019/20E
Umsatz	36.142	37.310	39.018	65.171	53.488	53.724
Produktionsskosten	37.743	32.969	32.349	36.699	33.711	36.036
EBITDA vom Minenbetrieb	-1.601	4.341	6.669	28.472	19.776	17.688
Wertberichtigungen	1.708	5.345	0	15.604	0	0
Abschreibungen & Amortisation	8.545	8.200	6.400	11.155	6.600	5.590
Ergebnis des Minenbetriebs	-11.854	-9.204	269	1.713	13.176	12.098
Allgemeine und Verwaltungskosten	6.339	8.962	10.336	8.426	7.700	7.596
EBIT	-18.193	-18.166	-10.067	-7.610	5.476	4.502
Nettofinanzergebnis	1.404	2.709	2.436	2.459	1.686	1.627
Wechselkursbedingte (Gewinne) Verluste	1.313	-360	-1.368	-95	0	0
EBT	-20.910	-20.515	-8.120	-9.974	3.790	2.875
Steuern	-618	660	122	715	569	431
Minderheitsbeteiligungen	-747	0	0	0	0	0
Nettogewinn/ -verlust	-19.545	-21.175	-8.242	-10.689	3.222	2.444
Verwässerte EPS (in CAD)	-0,38	-0,22	-0,07	-0,06	0,02	0,01
EBITDA	-7.940	-4.621	-3.667	19.149	12.076	10.092
Kennzahlen						
EBITDA-Marge	-22,0%	-12,4%	-9,4%	29,4%	22,6%	18,8%
EBIT-Marge	-50,3%	-48,7%	-25,8%	-11,7%	10,2%	8,4%
Nettomarge	-54,1%	-56,8%	-21,1%	-16,4%	6,0%	4,5%
Steuersatz	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	15,0%	15,0%
Ausgaben in % vom Umsatz						
Produktionsskosten	104,4%	88,4%	82,9%	56,3%	63,0%	67,1%
Wertberichtigungen	4,7%	14,3%	0,0%	23,9%	0,0%	0,0%
Allgemeine und Verwaltungskosten	17,5%	24,0%	26,5%	12,9%	14,4%	14,1%
Jährliches Wachstum						
Gesamtumsatz	23,7%	3,2%	4,6%	67,0%	-17,9%	0,4%
Operatives Ergebnis	n.a.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	-17,8%
Nettogewinn/ -verlust	n.a.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	-24,1%



BILANZ

Alle Angaben in Tsd CAD	2014/15A	2015/16A	2016/17A	2017/18A	2018/19E	2019/20E
Vermögen						
Umlaufvermögen, gesamt	8.543	17.800	15.823	24.469	22.516	24.571
Liquide Mittel	866	4.215	4.473	8.721	10.000	12.000
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	840	707	1.420	2.674	2.140	2.149
Umsatzsteuerforderungen	2.149	1.439	1.372	1.960	2.086	2.095
Vorräte	4.076	10.720	7.274	9.698	6.953	6.984
Sonstige Forderungen	612	719	1.284	1.416	1.337	1.343
Anlagevermögen, gesamt	108.984	149.966	144.328	122.833	132.568	139.466
Minenanlagen	88.136	125.928	115.721	91.255	98.952	104.762
Abraumvorräte	15.410	18.665	23.492	28.084	28.084	28.084
Latente Steuern	4.036	2.859	2.864	1.226	3.209	4.298
Zahlungsmittel mit Verfügungsbeschränkungen	1.223	1.336	1.300	1.245	1.300	1.300
Sonstiges Vermögen	179	1.178	951	1.023	1.023	1.023
Aktiva	117.527	167.766	160.151	147.302	155.085	164.038
Eigenkapital und Verbindlichkeiten						
Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt	32.578	55.849	47.374	53.091	49.872	57.985
Bankschulden	1.794	4.456	9.447	0	0	0
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	15.453	21.799	22.479	25.673	21.395	31.375
Passive Rechnungsabgrenzungsposten	1.697	2.422	3.951	1.542	3.477	3.492
Kurzfristiger Anteil der langfristigen Verschuldung	13.634	27.172	11.497	25.876	25.000	23.118
Langfristige Verbindlichkeiten, gesamt	35.947	76.348	67.152	53.348	67.391	64.903
Langfristige Verschuldung	30.801	29.325	33.162	24.455	30.252	27.560
Renaturierungs- und sonstige Rückstellungen	3.228	45.548	32.790	28.893	35.000	36.000
Latente Steuern	1.918	1.475	1.200	0	2.140	1.343
Anteile Dritter	0	0	0	0	0	0
Eigenkapital	49.002	35.569	45.625	40.863	37.821	41.150
Passiva	117.527	167.766	160.151	147.302	155.085	164.038
Kennzahlen						
Current ratio (x)	0,26	0,32	0,33	0,46	0,45	0,42
Quick ratio (x)	0,14	0,13	0,18	0,28	0,31	0,30
Nettoverbindlichkeiten	44,14	55,40	48,33	40,37	43,95	37,38
Net Gearing	90,1%	155,8%	105,9%	98,8%	116,2%	90,8%
Buchwert je Aktie (in €)	0,57	0,32	0,27	0,23	0,21	0,23
Return on Equity (ROE)	0,0%	-50,1%	-20,3%	-24,7%	8,2%	6,2%



CASHFLOWRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd CAD	2014/15A	2015/16A	2016/17A	2017/18A	2018/19E	2019/20E
Nettogewinn vor Minderheitsanteilen	-20.292	-21.175	-8.242	-10.689	3.222	2.444
Aktienbasierte Vergütung	379	170	472	897	0	0
Abschreibungen und Amortisation	8.545	8.200	6.400	11.155	6.600	5.590
Zinsaufwand	1.404	2.709	2.436	2.459	0	0
Steueraufwand	618	660	122	715	0	0
Wertberichtigung der Minenanlage	1.708	5.345	0	15.604	0	0
Wertberichtigung der Vorräte	7.408	6.301	0	0	0	0
Unrealisierter wechsellkursbedingter (Gewinn) Verlust	2.138	-390	-1.320	936	0	0
Sonstige nicht-cashrelevante Posten	111	116	104	-215	0	0
Gezahlte Zinsen und Steuern	-2.033	-1.125	-920	-1.199	0	0
Netto Veränderung des nicht-cashrelevanten Umlaufvermögens	4.877	-1.892	4.620	-5.091	889	9.940
Veränderung des Abrauminventars	-4.065	-3.138	-3.545	-3.632	0	0
Operativer Cashflow	798	-4.219	-2.888	10.940	10.710	17.974
Investitionen in Minenanlagen	-12.783	-11.259	-10.945	-6.270	-14.297	-11.399
Freier Cashflow	-11.985	-15.478	-13.833	4.670	-3.587	6.574
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	247	-55	0
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-16.116	-13.030	-10.679	-6.023	-14.352	-11.399
Cashflow aus FK-Finanzierung, netto	924	13.543	7.581	-5.295	4.921	-4.574
Cashflow aus EK-Finanzierung, netto	-197	7.036	6.353	4.755	0	0
Gezahlte Dividenden	0	0	0	0	0	0
Sonstige Finanzierung	0	0	0	0	0	0
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	727	20.579	13.934	-540	4.921	-4.574
FOREX & sonstige Effekte	610	19	-109	-129	0	0
Veränderung der liquiden Mittel	-13.981	3.349	258	4.248	1.279	2.000
Cash am Anfang der Periode	14.847	866	4.215	4.473	8.721	10.000
Cash zum Ende der Periode	866	4.215	4.473	8.721	10.000	12.000
EBITDA je Aktie (in CAD)	-0,15	-0,05	-0,03	0,11	0,07	0,06
Jährliches Wachstum						
Operativer Cashflow	n.a.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	67,8%
Freier Cashflow	n.a.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	-283,3%
EBITDA je Aktie	n.a.	n.m.	n.m.	n.m.	-37,8%	-16,4%

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	26. Mai 2018	CAD 0,54	Buy	CAD 1,30
5	16. August 2018	CAD 0,80	Buy	CAD 1,45
6	8. Oktober 2018	CAD 0,80	Buy	CAD 1,50
7	Today	CAD 0,65	Buy	CAD 1,25

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© 2019 First Berlin Equity Research GmbH. Kein Teil dieser Finanzanalyse darf ohne vorherige schriftliche Genehmigung durch die First Berlin Equity Research GmbH kopiert, fotokopiert, vervielfältigt oder weiterverbreitet werden, gleich in welcher Form und durch welches Medium. Bei Zitaten ist die First Berlin Equity Research GmbH als Quelle anzugeben. Weitere Informationen sind auf Anfrage erhältlich.

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

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

INTERESSENKONFLIKTE

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

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

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

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

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

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

ANGABEN NACH WERTPAPIERHANDELSGESETZ (WPHG) §64: BESONDERE VERHALTENSREGELN BEI DER ERBRINGUNG VON ANLAGEBERATUNG UND FINANZPORTFOLIOVERWALTUNG;

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

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

STICHTAGE VON KURSEN

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

ABSTIMMUNG MIT DEM ANALYSIERTEN UNTERNEHMEN UND EINFLUSSNAHME

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

ANLAGEBEWERTUNGSSYSTEM

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

ANLAGEEMPFEHLUNG

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

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

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

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

RISIKOBEWERTUNG

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

ANLAGEHORIZONT

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

AKTUALISIERUNG

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

ÄNDERUNGSVORBEHALT

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

Die gesetzlich erforderlichen Angaben über

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

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

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

HAFTUNGSAUSSCHLUSS (DISCLAIMER)

ZUVERLÄSSIGKEIT VON INFORMATIONEN UND INFORMATIONQUELLEN

Die in dieser Studie enthaltenen Informationen basieren auf Quellen, die der Ersteller für zuverlässig hält. Eine umfassende Prüfung der Genauigkeit und Vollständigkeit von Informationen und der Zuverlässigkeit von Informationsquellen ist weder durch den Ersteller, noch durch First Berlin erfolgt. Für die Genauigkeit und Vollständigkeit von Informationen und die Zuverlässigkeit

von Informationsquellen wird demzufolge keinerlei Gewähr übernommen, und weder der Ersteller, noch First Berlin, noch die für die Weitergabe oder die Verbreitung der Finanzanalyse verantwortliche Person, haften für direkte oder indirekte, unmittelbare oder mittelbare Schäden, die aus dem Vertrauen auf die Genauigkeit und Vollständigkeit von Informationen und die Zuverlässigkeit von Informationsquellen entstehen.

ZUVERLÄSSIGKEIT VON SCHÄTZUNGEN UND PROGNOSEN

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

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

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

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

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

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

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

KEIN ZUSTANDEKOMMEN VERTRAGLICHER SCHULDVERHÄLTNISSE

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

KEINE PFLICHT ZUR AKTUALISIERUNG

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

VERVIELFÄLTIGUNG

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

SALVATORISCHE KLAUSEL

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

ANWENDBARES RECHT, GERICHTSSTAND

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

KENNTNISNAHME VOM HAFTUNGSAUSSCHLUSS

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

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

QUALIFIZIERTE INSTITUTIONELLE INVESTOREN

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

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