

BAR.bra Mining Group AG

Stärken und Chancen

- **Attraktives Portfolio:** Das Unternehmen verfügt über vier aussichtsreiche Lagerstätten in Ghana und der Mongolei. Gutachten bestätigen hohe Vorkommen von Gold, Seltenen Erden und anderen Metallen. Allein dem wichtigsten Feld, Claim 1 in der Mongolei, wird ein möglicher Wert von 25 Mrd. US-Dollar zugebilligt.
- **Produktionsstart:** Mit dem Beginn der Goldförderung an dem Claim 4 in Ghana im Herbst 2007 hat BAR.bra nach einer rund zehnjährigen Anlaufphase einen Quantensprung vollzogen. In nur vier Monaten konnte bereits ein Output von 91 kg erzielt werden. Nach der Modernisierung des Equipments soll der monatliche Ertrag ab März deutlich ansteigen.
- **Hohes Potenzial:** Nach dem erfolgreichen Eintritt in die Produktionsphase besteht für die Aktie des Unternehmens noch ein erhebliches Aufwärtspotenzial. Sowohl die Peer-Group-Analyse als auch unser Ertragswertmodell signalisieren ein aktuelles Kursziel von mindestens 1,29 Euro.

Schwächen und Risiken

- **Frühstadium:** Der Erfolg der anvisierten Ausweitung der Förderung ist zum jetzigen Zeitpunkt noch schwer zu prognostizieren. Mit dem vollzogenen Produktionsstart ist allerdings das Geschäftsrisiko mittlerweile deutlich geringer als bei einem reinen Explorationsunternehmen.
- **Langer Prozess:** Die Erschließung von Seltene-Erden-Vorkommen ist langwierig und nicht unkompliziert. Die Gesellschaft muss bis zum Beginn des Abbaus in der Mongolei noch erhebliche Investitionen tätigen.

Spekulativ kaufen (Ersteinschätzung)

Aktueller Kurs 0,436 Euro

Stammdaten

ISIN	CH0032823640
Branche	Erzbergbau
Sitz der Gesellschaft	Baar (Schweiz)
Internet	http://barbraming.com/
Ausstehende Aktien	150 Mio. Stück
Marktsegment	Freiverkehr
Marktkapitalisierung	65,4 Mio. Euro
Free Float	45 %

Kursentwicklung



Quelle: Sino X-Trader

Hoch / Tief (1 Monat)	0,87 Euro / 0,295 Euro
Performance (1 Monat)	-27,3 %
Ø-Umsatz (30 Tage)	ca. 105 Tsd. Euro

Kennzahlen

Geschäftsjahr (bis 31.12.)	2007(e)	2008(e)	2009(e)
Umsatz (Mio. EUR)	1,1	11,0	19,8
EpS (Cent)	-0,7	4,0	7,3
Dividende / Aktie (EUR)	-	-	-
KUV	56,92	5,95	3,30
KGV	-	10,8	6,0
Dividendenrendite	-	-	-

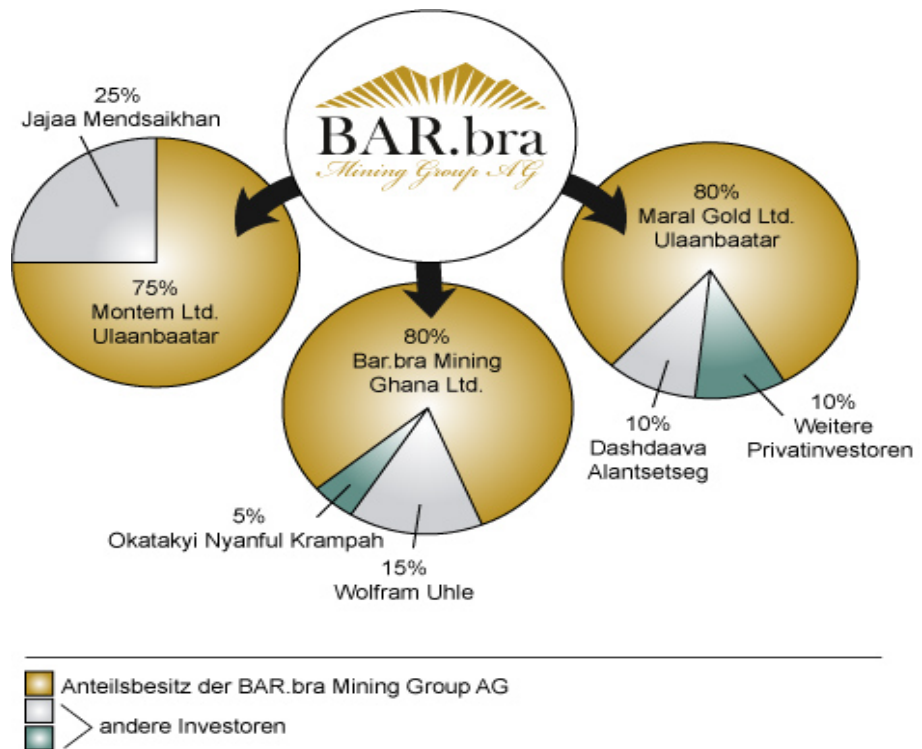
Unternehmensprofil

Holding mit Schwerpunkt im Bergbaugeschäft

Die BAR.bra Mining Group wurde im Juni 2007 als Schweizer Aktiengesellschaft gegründet. Die Bereitstellung des Startkapitals von 1,5 Mio. CHF erfolgte durch Finanzinvestoren. Die Mehrheit wurde dagegen von der Familie des Unternehmers Detlef Kerstensi übernommen, der im Gegenzug das von ihm entwickelte Bergbaugeschäft in der Mongolei und in Ghana zu einem symbolischen Preis in die Firma eingebracht hat.

Operative Töchter in Ghana und der Mongolei

Auch die operative Leitung bleibt bei Detlef Kerstensi, der dem Verwaltungsrat als Präsident vorsitzt. Für die Metallgewinnung selbst wurden allerdings in den vergangenen Jahren drei Tochterunternehmen gegründet, an denen jeweils auch lokale Kooperationspartner beteiligt sind. In der Mongolei werden die Geschäfte dabei von der Montem Ltd. und der Maral Gold Ltd. ausgeführt, während die Gesellschaft in Ghana über die Bar.bra Mining Ghana Ltd. vertreten ist. Einen Überblick über die aktuellen Beteiligungssätze bei den einzelnen operativen Einheiten zeigt die folgende Grafik:



Quelle: Unternehmen

Langfristige Vorbereitungen

Während die Gründung der Töchter erst nach der Jahrtausendwende erfolgt ist, läuft die Erforschung der betreffenden Erzvorkommen bereits seit 1997. Dazu wurden in einem ersten Schritt die verfügbaren Informationen zu möglichen

Rohstofflagerstätten in den Zielregionen ausgewertet und viel versprechende Gebiete identifiziert. Sowohl für die Mongolei als auch für Ghana lagen dabei äußerst umfangreiche Datensammlungen vor, die trotz aussichtsreicher Ergebnisse vor allem wegen der langen Tiefpreisphase an den Ressourcenmärkten zu keine Abbauaktivitäten geführt haben. Trotz der schwierigen Rahmenbedingungen hat das heutige Management von BAR.bra frühzeitig in die notwendigen Lizenzen für vier Gebiete investiert und im Anschluss umfangreiche Explorationsarbeiten durchgeführt. Nach Auskunft der Gesellschaft ist es unstrittig, dass in den einzelnen Feldern Metallvorkommen im größeren Ausmaß existieren. Kern der noch ausstehenden Untersuchungen sei damit lediglich die Frage, wo die optimalen Stellen für die Inbetriebnahme der Minen zu finden sind.

Vier Abbaugebiete

Die gehaltenen Lizenzen betreffen drei Bezirke in der Mongolei (Claim 1-3) sowie ein Feld in Ghana (Claim 4). Bei zwei der Abbaugebiete in der Mongolei liegt das Hauptaugenmerk auf der Gewinnung von Seltenen Erden – ein Sammelbegriff für eine Gruppe von Metallen (Scandium, Yttrium, Lanthan), die in der Natur in Oxidform vorkommen. Daneben weisen die Regionen potenziell hohe Bestände von dem wertvollen Tantal sowie von Zirkon und Niob auf, die zwar überall auf der Welt vergleichsweise reichlich vorhanden sind, aber nur selten in wirtschaftlich interessanten Konzentrationen. Bei dem dritten Gebiet (Claim 2) liegt der Schwerpunkt dagegen nach dem jetzigen Explorationsstand auf Gold, ebenso wie bei dem Feld in Ghana. Die nachfolgende Tabelle zeigt einen Überblick über die aktuellen Projekte der Gesellschaft.

Claim 1	
Name, Lage und Größe	Khalzan Buregtei, Bezirk Khovd/Nord-Westmongolei, 2.440 ha
Vermutete Vorkommen und Wert	Mengenangaben für Gebiet von 91 ha (Lizenz 4003 A) Niobium (Nb ₂ O ₅) 335,3 Tsd. t Tantal (Ta ₂ O ₅) 17,8 Tsd. t Zirkonium (ZrO ₂) 2.402,8 Tsd. t Yttrium (Y ₂ O ₃) 183,5 Tsd. t Sonst. Seltene Erden 489,9 Tsd. t Thorium, Gold, Blei und sonstige Metalle in geringen Mengen Gesamtwert: 25 Mrd. USD
Quelle	SITIBI GmbH für Kapitalbewertung; Geologischer Dienst des Amtes für Bodenschätze; Institut für Geologie und mineralische Bodenschätze der Akademie der Wissenschaften; Unternehmensangaben
Claim 2	
Name, Lage und Größe	Yamaat, Nord-Westmongolei, 2.581 ha
Vermutete Vorkommen	Mengenangaben für Gebiet von 57 ha: Gold 140 t (weitere 110 t prognostiziert) Kupfer (noch nicht quantifiziert)
Quelle	Unternehmensangaben

Claim 3

Name, Lage und Größe	Tsagaan chuluut, Nähe Hauptstadt Ulaanbaatar, Nordmongolei
Vermutete Vorkommen	Seltene Metalle, Seltene Erden
Quelle	Unternehmensangaben

Claim 4

Name, Lage und Größe	Gomoa, Central Region, Nähe Accra, Süd-Ghana, 470 km ²
Vermutete Vorkommen	Gold 124,8 Mio Unzen, 39 Mio. Unzen bestätigt
Quelle	Herde Mining Ltd.; Exploration Ashanti Goldfields 1996/1997; Unternehmensangaben

Hohes Potenzial

Nach einem Gutachten des Instituts für Geologie und mineralische Bodenschätze der Akademie der Wissenschaften aus dem Jahr 2001 ist die Lagerstätte Khalzan Buregtei (Claim 1) die erste in der Westmongolei, die einen komplexen Erzgehalt von seltenen Metallen und Seltenen Erden aufweist. Aufgrund der geologischen Gegebenheiten ist zudem die Wahrscheinlichkeit weiterer Funde als hoch einzuschätzen. Da das Gebiet vergleichsweise leicht zu erschließen ist, sehen die Experten hier gute Perspektiven für eine sehr wirtschaftliche Produktion. Allein die bereits vom Institut berechneten Vorräte – für nur 91 Hektar des 2.440 Hektar umfassenden Areals – indizieren nach einer Einschätzung der SITIBI GmbH für Kapitalbewertung einen Wert von 25 Mrd. USD. Nichtsdestotrotz sind noch erhebliche Investitionen notwendig, bis die Förderung aufgenommen werden kann. BAR.bra konzentriert sich deswegen zunächst auf die kleinere Lagerstätte Tsagaan chuluut, deren Erschließung mit wesentlich geringeren Kosten möglich ist und bei der die Produktion bereits im Versuchsstadium läuft.

Claim 4 als Cash-Cow

Bereits angelaufen ist nach jüngsten Unternehmensmeldungen die Förderung in Ghana (Claim 4). Auch dieses Projekt könnte mit einem geschätzten Volumen von 124,8 Mio. Unzen ein Milliardenpotenzial aufweisen. Nachdem der Produktionsstart aus Kostengründen noch mit relativ einfachen Mitteln und veralteten Maschinen erfolgt ist, hat die Liquiditätszufuhr im Rahmen der AG-Gründung erste Investitionen in moderneres Equipment ermöglicht, mit dem die Produktivität deutlich gesteigert werden soll.

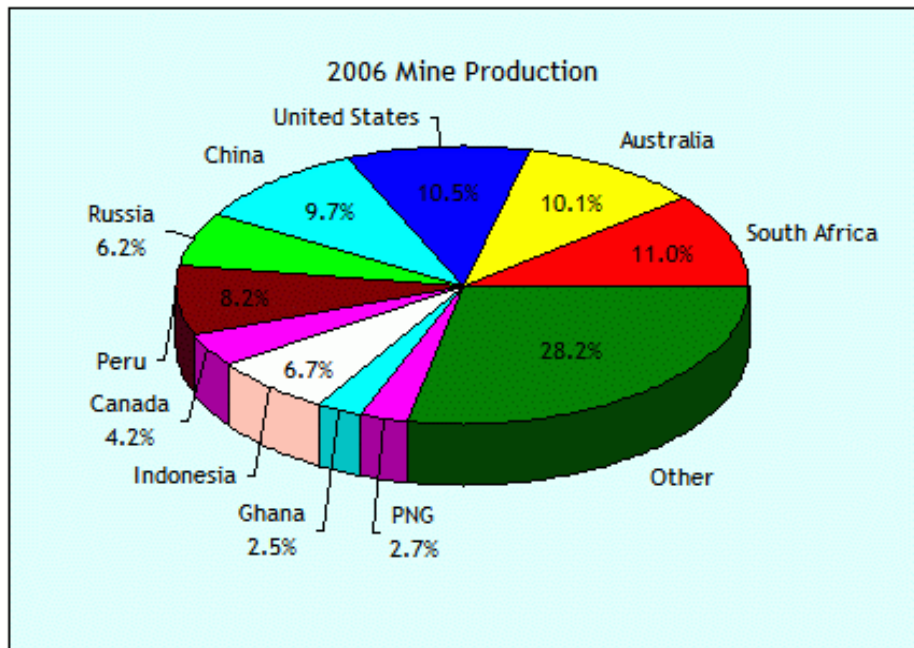
Markt und Wettbewerb

Gold und Seltene Erden im Fokus

Die Liste der vermuteten Rohstoffe bei den Lagerstätten der BAR.bra Mining Group ist lang und reicht von den eher Insidern bekannten Metallen Niob, Zirkon oder Tantal über Yttrium, Lanthan und Cer bis hin zu Kupfer, Silber und Gold. Die größten Vorkommen dürften nach aktuellem Stand allerdings bei Gold und Seltenen Erden zu erwarten sein, so dass diese Segmente des Rohstoffmarktes für das Unternehmen von besonderer Relevanz sind.

**Goldmarkt
außerordentlich
attraktiv**

Nach einem zwanzigjährigen Niedergang hat sich auf dem Goldmarkt seit dem Millenniumswechsel eine spektakuläre Trendwende vollzogen: Innerhalb von sieben Jahren hat sich der Unzenpreis von 250 auf 900 USD mehr als verdreifacht. Neben einer Wiederentdeckung des Edelmetalls als sicherer Hafen und einer entsprechend starken Ausweitung der privaten Nachfrage hat auch der physische Bedarf der Industrie stark zugenommen. Allein im Jahr 2006 lag der Mengenzuwachs bei 7 Prozent auf 458 Tonnen – der vierte Anstieg in Folge (Quelle: World Gold Council, www.gold.org). Die damit einhergehende Preisexplosion ist auch darauf zurückzuführen, dass die weltweite Produktion mit dem Nachfragewachstum nicht Schritt halten konnte. Dies liegt zum einen an zahlreichen Minenschließungen und geringen Explorationsarbeiten in den neunziger Jahren, als die Aktivitäten angesichts eines niedrigen Goldpreises nicht rentabel betrieben werden konnten. Zum anderen sind die aktuellen Kapazitätsengpässe auf die zunehmende Erschöpfung der ergiebigsten Quellen zurückzuführen. So hat Südafrika, das noch 1970 mit einer jährlichen Förderung von 900 Tonnen mehr als zwei Drittel der Goldproduktion auf sich vereinte, im Jahr 2006 nur noch knapp 275 Tonnen geliefert (Quelle: www.goldsheetlinks.com).



Weltweite Goldproduktion nach Ländern; Quelle: www.goldsheetlinks.com

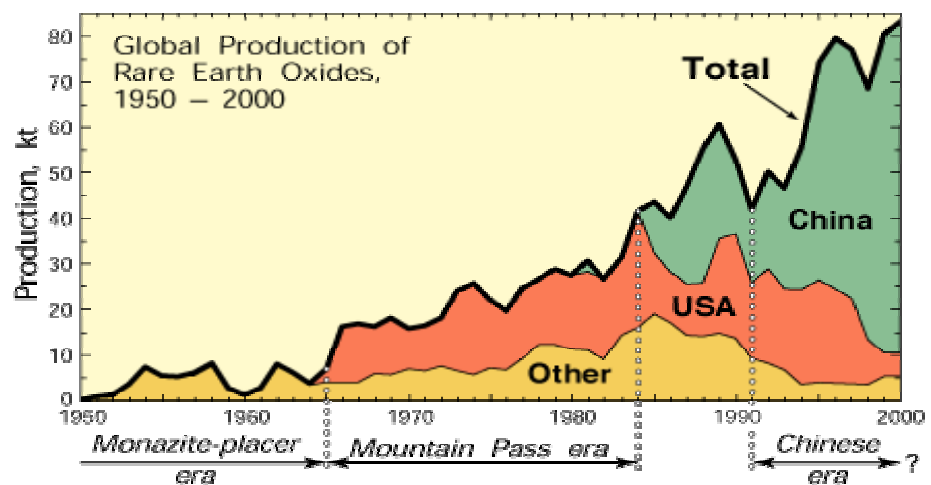
**Suche nach neuen
Lagerstätten**

Angesichts der Preisentwicklung wird derzeit weltweit fieberhaft nach weiteren Lagerstätten gesucht. Dabei kristallisieren sich neue regionale Schwerpunkte heraus. Zu den wichtigsten Aufsteigern zählen China, Peru, Indonesien und Ghana, die in den letzten zwanzig Jahren unter die Top-10 der internationalen Produzenten vorstoßen konnten (siehe Grafik). Aber auch die Mongolei (Platz 21 im Jahr 2005) konnte den Output seit 1990 vervielfachen (Quelle: United States Ge-

ological Survey). An der Förderung des Edelmetalls arbeitet dabei ein breites Spektrum von Unternehmen – von Einmannbetrieben, die in Afrika und in Lateinamerika Gold in Flüssen bzw. im Oberflächengestein suchen, bis zu internationalen Multis, die in Dutzenden von Ländern mit Tausenden von Beschäftigten im industriellen Ausmaß Gold aufspüren und fördern. Zu diesen Branchenriesen zählen u.a. Barrick mit einer Jahresproduktion von 8,6 Mio. Unzen (2006), Newmont Mining (7,4 Mio. Unzen) und AngloGold Ashanti (5,6 Mio. Unzen). BAR.bra ist im Vergleich dazu zu der Gruppe der kleinen Junior-Explorationsunternehmen zuzuordnen, die sich bei der Identifizierung und Erschließung von Lagerstätten aufgrund beschränkter Ressourcen auf wenige Gebiete fokussieren.

Quasi-Monopol bei Seltenen Erden

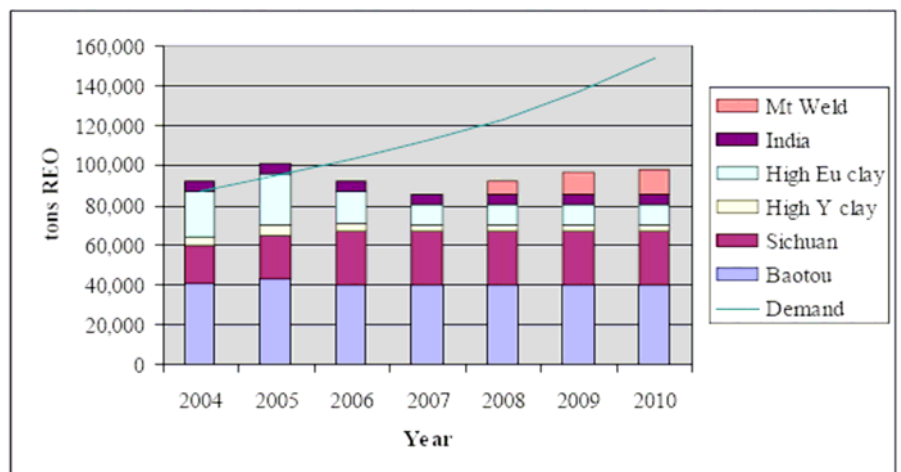
Wesentlich überschaubarer ist dagegen die Wettbewerbssituation bei der Produktion von Seltenen Erden. Zwar werden die Metalle heute in zahlreichen Erzeugnissen wie etwa Magneten, Batterien, Flachbildschirmen oder Katalysatoren eingesetzt, die Hersteller werden dabei aber seit etwa 10 Jahren fast ausschließlich von China versorgt (siehe folgende Grafik). Diese Konstellation ist darauf zurückzuführen, dass nur wenige Gebiete in der Welt eine ausreichende Konzentration für eine rentable Massenproduktion aufweisen. Zudem ist bei manchen Lagerstätten der Anteil radioaktiver Substanzen gefährlich hoch, was die Förderung erschwert. Die in der Vergangenheit wichtigste amerikanische Lagerstätte musste aus diesem Grund im Jahr 2003 geschlossen werden. Dementsprechend wird die Preis- und Mengenentwicklung durch die Förder- und Exportpolitik im Reich der Mitte diktiert. In den letzten Jahren hatte zunächst eine starke Angebotsausweitung für einen Preisverfall gesorgt. Mittlerweile hat die Führung in Peking den Kurs korrigiert und sowohl Förderung als auch Ausfuhren reduziert – u.a., weil der massive Abbau ebenfalls zu großen Umweltproblemen geführt hat. Als Konsequenz daraus hat sich der Preis für einzelne Metalle der Gruppe in den letzten Jahren zum Teil verdoppelt oder verdreifacht.



Quelle: US Geological Survey

Neue Produktionsstätten in Vorbereitung

Die kumulierte Nachfrage bei Seltenen Erden lag im Jahr 2005 bei etwa 95 Tsd. Tonnen und soll bis 2010 um rund 10 Prozent pro Jahr wachsen. Da die chinesische Produktion im Gegensatz dazu nach der Intervention der Regierung eher zurückgehen wird, besteht ein massiver Nachfrageüberhang, der zu deutlichen Preissteigerungen führen dürfte (Quelle: BCC Research). Damit sind die Metalle auch für die Exploration wieder hochinteressant. Derzeit arbeitet etwa ein halbes Dutzend börsennotierter Unternehmen an der Erschließung neuer Lagerstätten. Bereits Ende 2008 könnte die Lynas Corp. in Westaustralien die nach eigenem Bekunden größte Mine außerhalb Chinas in Betrieb nehmen. Auch Arafura Resources und Great Western Minerals haben in Australien resp. Kanada umfangreiche Vorkommen gemeldet, die aber selbst bei einem erfolgreichen Verlauf der weiteren Entwicklung frühestens 2009/10 produktionsbereit sind. Die Angebotslücke, die aus der bestenfalls stagnierenden chinesischen Erzeugung resultiert, dürfte damit in den nächsten Jahren zunächst kaum zu schließen sein (siehe folgende Grafik). Nach den Prognosen von BCC Research liegt das Defizit im Jahr 2010 bei etwa 50 Tsd. Tonnen – und dabei ist die Produktion am Mount Weld (Lynas) schon eingeplant. Damit besteht ein erhebliches Potenzial für BAR.bra, selbst wenn alle börsennotierten Konkurrenten ebenfalls erfolgreich sein sollten.



Produktionsstätten für Seltene Erden und Nachfrageentwicklung; Quelle: BCC Reserach, Study of the Rare Earth Resources and Markets for the Mt. Weld Complex

Geschäftsentwicklung

Hohe Investitionen

Zur Vorbereitung der Förderung hat die Gesellschaft nach eigenen Angaben in den letzten Jahren bereits über 7,2 Mio. US-Dollar investiert. Der Großteil davon ist mit 5,8 Mio. USD auf die Entwicklung der Claims 1 bis 3 in der Mongolei entfallen. Dafür wurden u.a. umfangreiche Prospektierungs- und Explorationsarbeiten getätigt sowie Proben und mögliche Aufbereitungstechniken analysiert. Ähnliche Arbeiten sind auch in Ghana angefallen und haben Kosten von 1,4

Mio. US-Dollar verursacht. Darin enthalten ist allerdings auch eine Anzahlung (0,44 Mio. USD, 20 Prozent der Kaufsumme) für eine Trockenseparationsanlage aus Russland zur Goldanreicherung. Die Investitionen wurden komplett mit Eigenmitteln finanziert, die Gesellschaft hat derzeit keine Bankverbindlichkeiten. Der weitere Finanzierungsbedarf wird im Business-Plan auf 4,5 Mio. US-Dollar beziffert. Neben Gehältern und sonstigen Nebenkosten für die Produktion in Ghana sollen damit vor allem neue Bergbaumaschinen und die Aufbereitungsanlage bezahlt werden.

*Produktionsstart
bedeutet
Quantensprung*

Da aber bereits im Herbst letzten Jahres die Goldförderung in Ghana erfolgreich angelaufen ist, kann ein Teil dieser Summe aus eigenen Mitteln finanziert werden. Auch wenn sich die Produktion in den ersten Monaten mit insgesamt 91 kg zu einem Reinheitsgrad von 22,3 Karat noch auf niedrigem Niveau bewegt, bedeutet die frühzeitige Generierung von Umsätzen einen Quantensprung. Mit den so erwirtschafteten Mitteln von bislang 1,7 Mio. US-Dollar wird zunächst das Produktionsequipment modernisiert, so dass bereits ab März die Produktivität der Goldmine erheblich ansteigen sollte. Dabei waren die Kosten der Förderung mit weniger als 300 US-Dollar je Unze auch schon bisher im Sektorvergleich außerordentlich niedrig.

Partnersuche

Mit den in Ghana erwirtschafteten Mitteln soll im Anschluss eine Anschubfinanzierung für den besonders potenzialträchtigen Claim 1 in der Mongolei geleistet werden. Allerdings ist der Abbau von Seltenen Erden sehr aufwendig und dürfte selbst bei einem vergleichsweise schnellen Anstieg der Goldproduktion die Finanzierungskraft von BAR.bra überfordern. Das Unternehmen befindet sich daher derzeit auf der Suche nach einem kapitalkräftigen Partner. Aufgrund des beschriebenen Engpasses in der Branche rechnen wir damit, dass die Projekte für zahlreiche Konzerne interessant sein dürften.

Bewertung

*Einfaches
Ertragswertmodell und
Peer-Group-Analyse*

Das faire Bewertungsniveau der BAR.bra Mining Group ermitteln wir anhand eines einfachen Modells der Ertragsdiskontierung, das auf der Schätzung der wesentlichen Werttreiber Umsatz, Nettorendite und Eigenkapitalkosten beruht. Die damit erzielten Ergebnisse stellen wir anschließend der Wertindikation aus einem Peer-Vergleich gegenüber.

*Diskontierungszins
nach CAPM 13,4 %*

Den Diskontierungszins als Maß für die Eigenkapitalkosten bestimmen wir nach dem Capital Asset Pricing Model, wobei wir einen risikolosen Zinssatz von 3,9 Prozent (Umlaufrendite festverzinslicher deutscher Wertpapiere) und eine langfristige Risikoprämie für Aktieninvestitionen von 5,3 Prozent ansetzen. Für die Risikoeinschätzung ist der aus Marktdaten statistisch ermittelte Wert für das Be-

ta wegen der sehr geringen Korrelation der BAR.bra-Aktie zum Gesamtmarkt nicht aussagekräftig, weswegen wir uns an fundamentalen Faktoren orientieren. Das Metall-Explorationsgeschäft ist mit einer sehr hohen Unsicherheit behaftet und liegt daher im Hinblick auf das leistungswirtschaftliche Risiko erheblich über dem Niveau des Marktportfolios. Isoliert betrachtet würden wir infolgedessen für den Bereich Seltene Erden ein Beta von 2,0 ansetzen. In dem zweiten Geschäftsfeld Gold konnte die Gesellschaft allerdings die Produktion aufnehmen und damit in ein deutlich risikoärmeres Stadium eintreten. Auch wenn angesichts des Frühstadiums der Aktivitäten immer noch ein deutlicher Aufschlag zum Marktschnitt angemessen erscheint, veranschlagen wir in Summe für BAR.bra einen Wert von 1,8. Auf Basis dieser Annahmen ergibt sich ein Eigenkapitalkostensatz von 13,4 Prozent.

Ausweitung der Goldproduktion

Nach der Erzielung erster Verkaufserlöse gehen wir davon aus, dass BAR.bra die Produktion und die daraus resultierenden Umsätze in den nächsten Jahren deutlich ausweiten kann. In der laufenden Periode sollten bereits Einnahmen von 11,0 Mio. Euro erreichbar sein, was bei einem Kalkulationspreis von 24.500 US-Dollar pro kg einer Fördermenge von rund 660 kg entsprechen würde. Im Anschluss sollte der Output bis 2011 in etwa verdreifacht werden. Ab 2012 wird dann die mit einem potenten Partner erfolgte Erschließung der Seltene-Erden-Lagerstätten in der Mongolei, deren Erfolg wir in unserer Bewertung als Prämisse unterstellt haben, für einen deutlichen Umsatzsprung sorgen. Obwohl der daraus resultierende Schub über mehrere Jahre für hohe Zuwächse sorgen dürfte, senken wir die Steigerungsraten gegen Ende des Detailbetrachtungszeitraums aus Vorsichtsüberlegungen deutlich ab.

Break-even schon 2008

Nach Unternehmensangaben produziert die Gesellschaft derzeit mit außerordentlich niedrigen Kosten von weniger als 300 US-Dollar pro Unze. Unter der Prämisse, dass dieser Wert trotz Abschreibungen auf neues Equipment auch bei einer Produktionsausweitung gehalten werden kann, winkt schon im ersten vollen Betriebsjahr eine außergewöhnliche Nettomarge von 55 Prozent. In den Folgeperioden sollte sich der Wert aufgrund von weiteren Investitionen in die Fördertechnologie tendenziell etwas normalisieren, wegen der guten Rahmenbedingungen in Ghana allerdings trotzdem auf einem sehr hohen Niveau halten. Der Minimalwert wird im Jahr 2012 mit 25 Prozent erreicht, wenn die Kosten der Inbetriebnahme der großen Seltene-Erden-Lagerstätte in der Mongolei die Rendite drücken. Im Anschluss sehen wir einen erneuten Anstieg bis auf die Zielmarge von 30 Prozent. Die folgende Tabelle zeigt den prognostizierten Geschäftsverlauf der BAR.bra Mining Group, wie er sich auf der Grundlage der zuvor getroffenen Annahmen einstellt:

Geschäftsjahr (31.12.)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Umsatz (Mio. Euro)	11,0	19,8	27,7	33,3	59,9	95,8	124,5	143,2
Wachstum		80,0%	40,0%	20,0%	80,0%	60,0%	30,0%	15,0%
Nettorendite	55,0%	55,0%	40,0%	35,0%	25,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Gewinn (Mio. Euro)	6,1	10,9	11,1	11,6	15,0	28,7	37,4	43,0
Gewinnwachstum		80,0%	1,8%	5,0%	28,6%	92,0%	30,0%	15,0%

Fairer Wert 1,47 Euro je Aktie

Das „ewige“ Ertragswachstum am Ende des Detailprognosezeitraums taxieren wir auf 2,0 Prozent. Aus dieser Kalkulation resultiert ein Unternehmenswert von 220,7 Mio. Euro respektive 1,47 Euro je Aktie. Gegenüber dem aktuellen Kurs von 0,436 Euro konstatieren wir somit ein fundamentales Aufwärtspotenzial von 237 Prozent.

Peer-Group-Analyse

Im aktuellen Unternehmensstadium ist eine Ertragswertberechnung naturgemäß noch mit einer hohen Unsicherheit belastet. Um die ermittelte Bewertung einer Plausibilitätsbetrachtung zu unterziehen, nehmen wir zusätzlich eine Peer-Group-Analyse vor, in der die aktuelle Marktbewertung vergleichbarer Unternehmen herangezogen wird. Dabei erstellen wir für die Geschäftsbereiche „Gold“ und „Seltene Erden“ eine eigene Vergleichsgruppe von jeweils fünf Unternehmen.

Peer-Group: Gold

Nach den jüngsten Meldungen zu den ersten Erfolgen bei der Förderung hat sich BAR.bra den Status eines Produzenten erarbeitet. Damit geht an der Börse in der Regel ein Bewertungssprung einher, der das deutlich gesunkene Investitionsrisiko widerspiegelt. Dementsprechend wählen wir exemplarisch fünf Gesellschaften, die entweder ebenfalls in die Phase der Förderung eingetreten sind – wobei sich die Jahresproduktion aus Gründen der Vergleichbarkeit noch auf einem niedrigen Niveau bewegen muss – oder die sich zumindest in einem fortgeschrittenen Explorationsstadium befinden und dabei an ähnlich potenzialträchtigen Lagerstätten wie dem Ghana-Claim von BAR.bra arbeiten.

Gruppe 1: Gold

Unternehmen	Sitz	ISIN	Ort Kernprojekt	Marktkap. (Mio. Euro)
Crescent Gold	Australien	AU000000CRE5	Australien	139,8
Dynasty Met. & Mining	Kanada	CA26813S1002	Ecuador	149,1
Entree Gold	Kanada	CA29383G1000	Mongolei	124,4
Minera Andes	Kanada	CA6029101012	Argentinien	182,3
Moto Goldmines	Australien	CA61981U1084	Kongo	167,9
Durchschnitt				152,7

**Fairer Wert des
Geschäftsbereichs
Gold: 152,7 Mio. Euro**

Die fünf Vergleichsunternehmen der ausgewählten Gold-Peer-Group sind im Durchschnitt mit 152,7 Mio. Euro bewertet. Bei dieser Größenordnung sollte demgemäß auch eine angemessene Bewertung des entsprechenden Geschäftsbereichs von BAR.bra liegen.

**Peer-Group: Seltene
Erden**

Die Auswahl der Vergleichsunternehmen im Bereich der Seltenen Erden fällt wesentlich leichter als bei Gold, da es weltweit bislang nur wenige Unternehmen gibt, die hier über Projekte in einem fortgeschrittenen Stadium verfügen. Alle ausgewählten Gesellschaften sind dabei noch nicht in die Produktionsphase eingetreten, wobei die Lynas Corp. eine Ausnahmestellung innehat, da sich das Kernprojekt am Mount Weld bereits in einem sehr fortgeschrittenen Stadium befindet und Ende 2008 die Förderung aufnehmen könnte.

Gruppe 2: Seltene Erden

Unternehmen	Sitz	ISIN	Ort Kern- projekt	Marktkap. (Mio. Euro)
Arafura Resources	Australien	AU000000ARU5	Australien	70,5
Avalon Ventures	Kanada	CA05348K1057	Kanada	60,0
Great Western Minerals	Kanada	CA39141Y1034	Kanada	14,8
Lynas Corp.	Australien	AU000000LYC6	Australien	370,9
Rare Elements Resources	USA	CA75381M1023	USA	18,1
Durchschnitt				106,9

**Fairer Wert des
Geschäftsbereichs
Seltene Erden 40,9
Mio. Euro**

Die Unternehmen der zweiten Gruppe kommen im Durchschnitt auf eine Marktkapitalisierung von 106,9 Mio. Euro, wobei Lynas entsprechend des Projektstadiums als Ausreißer heraussticht. Auch wenn der Wert dieses Unternehmens das künftige Potenzial des Geschäftsbereichs zeigt, würden wir zum jetzigen Zeitpunkt den Mittelwert ohne Lynas als Vergleichsmaßstab bevorzugen, der bei 40,9 Mio. Euro liegt.

**Kursziel 1,29 Euro je
Aktie**

Als Summe der beiden Geschäftsbereiche ergibt sich aus der Peer-Analyse ein Unternehmenswert von 193,6 Mio. Euro. Dieser liegt damit deutlich unter unserer fundamentalen Indikation, die eine Marktkapitalisierung von 220,7 Mio. Euro als gerechtfertigt erscheinen lässt. Auch wenn diese auf Basis der von der Gesellschaft bislang veröffentlichten Zahlen zu Produktion und Kosten keineswegs überzogen erscheint, favorisieren wir an dieser Stelle das Ergebnis der Peer-Analyse und sehen zunächst ein Kursziel von 1,29 Euro, ein Aufwärtspotenzial von 196 Prozent. Bei weiteren Fortschritten in der Mongolei – zum Beispiel die Gewinnung eines kapitalkräftigen Partners für die Erschließung – wäre dann eine Neubewertung des Unternehmens angemessen.

**Unser Anlageurteil:
„Spekulativ kaufen“**

Nach einer rund 10-jährigen Vorbereitungszeit konnte die BAR.bra Mining Group im Herbst letzten Jahres an der ersten Lagstätte die Förderung aufneh-

men. Obwohl sich die Produktion noch auf vergleichsweise niedrigem Niveau bewegt, hat das Unternehmen damit einen Quantensprung vollzogen, an dem viele Explorationsgesellschaften scheitern. Die ausführlichen Studien zu dem Gebiet und das mögliche Potenzial von 124,8 Mio. Unzen stimmen zuversichtlich, dass die gewonnene Menge in den nächsten Jahren noch deutlich gesteigert werden kann. Trotzdem ist dies für das Unternehmen nur der Auftakt – ein noch größeres Geschäft versprechen die Lagerstätten in der Mongolei, die allerdings erst in einigen Jahre vollständig erschlossen sein dürften. Nichtsdestotrotz stellt die Aktie sowohl nach einer Fundamentalanalyse als auch in Relation zu einer Peer-Group schon jetzt ein aussichtsreiches Investment mit einem Kurspotenzial von mindestens 196 Prozent dar, wenn es der Gesellschaft tatsächlich gelingt, die aktuelle Aufwands-Ertragskonstellation in Ghana auch zukünftig annähernd zu halten. Vor diesem Hintergrund empfehlen wir die Aktie als spekulativen Kauf. Interessierte Anleger sollten sich allerdings bewusst sein, dass Rohstoffgesellschaften im frühen Stadium der Unternehmensentwicklung einer erhöhten Volatilität unterliegen, wie der Aktienkursverlauf in den letzten Wochen bereits eindrucksvoll demonstriert hat.

Über Performaxx

Die Performaxx Research GmbH betreibt unabhängige Wertpapier- und Finanzmarktanalyse. Unsere Leistungen umfassen das gesamte Spektrum unternehmens- und kapitalmarktbezogener Analyseprodukte, von maßgeschneiderten Research-Projekten für institutionelle Kunden bis zur regelmäßigen Coverage börsennotierter Unternehmen.

Wir betreuen ausschließlich professionelle Marktteilnehmer. Durch die projektbezogene Arbeit gehen wir konkret auf die individuelle Themenstellung des Kunden ein und garantieren eine schnelle, flexible und kostenbewusste Abwicklung. Unser Leistungskatalog umfasst:

- Pre-IPO-Research
- IPO-Research
- Follow-up-Research
- Markt-Research

Weiterführende Informationen geben wir Ihnen gerne in einem persönlichen Gespräch. Sie erreichen uns unter:

Performaxx Research GmbH
Innere Wiener Strasse 5b
81667 München

Tel.: + 49 (0) 89 / 44 77 16-0
Fax: + 49 (0) 89 / 44 77 16-20

Internet: <http://www.performaxx.de>
E-Mail: kontakt@performaxx.de

Disclaimer

Haftungsausschluss

Diese Finanzanalyse ist ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt. Sie stellt weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder zum Tätigen sonstiger Transaktionen dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Performaxx Research GmbH für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Performaxx Research GmbH jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. **Weder die Ersteller noch die Performaxx Research GmbH haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen.**

Angaben gemäß §34b WpHG i.V.m. FinAnV

Bei den in der vorliegenden Finanzanalyse verwendeten Kursen handelt es sich, sofern nicht anders angegeben, um Schlusskurse des vorletzten Börsentages vor dem Veröffentlichungsdatum. Als wesentliche Informationsquellen für die Finanzanalyse dienten die übergebenen Unterlagen und erteilten Auskünfte des Unternehmens sowie für glaubhaft und zuverlässig erachtete Informationen von Drittanbietern (z. B. Newsagenturen, Research-Häuser, Fachpublikationen), die ggf. im Studientext benannt werden.

Ersteller der Studie ist Rupert Stöger M.A. (Finanzanalyst). Das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen ist die Performaxx Research GmbH. Die Performaxx Research GmbH hat zu dem hier analysierten Unternehmen zur Zeit keine weiteren Aufträge für Studien oder Updates. In den vorausgegangenen zwölf Monaten hat die Performaxx Research GmbH folgende Studien zu dem hier analysierten Unternehmen veröffentlicht:

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Veröffentlichung	Anlageurteil
(keine, Erststudie)		

Sofern im Studientext nicht anders angegeben, bezieht sich das Anlageurteil in dieser Studie auf einen langfristigen Anlagezeitraum von mindestens zwölf Monaten. Innerhalb dieses Zeitraums bedeutet das Anlageurteil „Kaufen“ eine erwartete Steigerung des Börsenwertes von über 25 Prozent, „Übergewichten“ eine erwartete Wertsteigerung zwischen 10 und 25 Prozent, „Halten“ eine erwartete Wertsteigerung bis zu 10 Prozent, „Untergewichten“ eine erwartete Wertminderung um bis zu 10 Prozent und „Verkaufen“ eine erwartete Wertminderung von über 10 Prozent. „Spekulativ kaufen“ bedeutet eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei überdurchschnittlichem Anlagerisiko, "Spekulatives Investment" eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei sehr hohem Anlagerisiko bis zum Totalverlust.

Die Performaxx Research GmbH hat durch eine interne Betriebsrichtlinie zur Erstellung von Finanzanalysen, die für alle an der Studienerstellung mitwirkenden Personen bindend ist, die notwendigen organisatorischen und regulativen Vorkehrungen zur Prävention und Behandlung von Interessenkonflikten getroffen. Folgende Interessenkonflikte können bei der Performaxx Research GmbH im Zusammenhang mit der Erstellung von Finanzanalysen grundsätzlich auftreten:

- 1) Die Finanzanalyse ist im Auftrag des analysierten Unternehmens entgeltlich erstellt worden.
- 2) Die Finanzanalyse wurde dem analysierten Unternehmen vor Veröffentlichung vorgelegt und hinsichtlich berechtigter Einwände geändert.
- 3) Die Performaxx Research GmbH und/oder ein verbundenes Unternehmen halten Long- oder Shortpositionen an dem analysierten Unternehmen.
- 4) Der Ersteller und/oder an der Erstellung mitwirkende Personen/Unternehmen halten Long- oder Shortpositionen an dem analysierten Unternehmen.
- 5) Die Performaxx-Anlegermedien GmbH, ein verbundenes Unternehmen der Performaxx Research GmbH, führt Aktien des hier analysierten Unternehmens in einem (virtuellen) Musterdepot ihres Börsenbriefs „Performaxx-Anlegerbrief“.

In der vorliegenden Finanzanalyse sind folgende der o.g. möglichen Interessenkonflikte gegeben: 3), 4)

Urheberrecht

Dieses Werk ist einschließlich aller seiner Teile urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung von Performaxx unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung sowie Verarbeitung in elektronischen Systemen.