

Almonty Industries Inc. ^{*5a,6a,7,11}

Produktion steht bevor, Ausrichtung der US-Verteidigung wird verstärkt, NASDAQ in Sicht

Branche: Bergbau
Fokus: Wolfram und Molybdän
Gründung: 2011

Mitarbeiter: ca. 350
Firmensitz: Toronto, Kanada
Vorstand: Lewis Black (CEO) Lewis Black (CEO), Daniel D'Amato, Mark Gelmon (CFO)

Almonty Industries Inc. ist ein Unternehmen für kritische Mineralien, das sich mit der Produktion und Erschließung von Wolfram- und Molybdänvorkommen in Tier-1-Ländern befasst, wobei der strategische Schwerpunkt auf der Förderung der vertikalen Integration in der Wolframlieferkette liegt. Das Flaggschiff des Unternehmens, die Sangdong-Mine in Südkorea, die 2025 die Produktion aufnehmen soll, ist auf dem besten Weg, der größte Wolframbetrieb außerhalb Chinas zu werden. Das Unternehmen betreibt auch die langlebige Panasqueira-Mine in Portugal und treibt die Projekte Los Santos und Valtreixal in Spanien voran. Die Strategie von Almonty wird durch langfristige Abnahmevereinbarungen, die Integration nachgelagerter Prozesse und die geopolitische Ausrichtung auf westliche Lieferketten untermauert. Mit der Sichtbarkeit der Ressourcen über mehrere Jahrzehnte, der gesicherten Projektfinanzierung und dem Expansionspotenzial seines gesamten Portfolios ist Almonty als strategischer Lieferant von konfliktfreiem Wolfram und Molybdän für die Märkte Verteidigung, Halbleiter und Batterien positioniert.

in m CAD	GJ 2023	GJ 2024	GJ 2025e	GJ 2026e	GJ 2027e
Umsatz	22,51	28,84	60,50	153,85	314,96
EBITDA	-4,80	-5,80	32,73	106,41	222,29
EBIT	-5,87	-6,92	31,56	105,18	220,99
Netto-Ergebnisse	-8,84	-16,30	25,27	93,17	212,47
EPS	-0,04	-0,06	0,09	0,32	0,74
Dividenden	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EV/Umsatz	48,28	37,69	17,96	7,06	3,45
EV/EBITDA	-226,56	-187,48	33,20	10,21	4,89
EV/EBIT	-185,02	-157,12	34,44	10,33	4,92
KGv	-105,99	-57,47	37,07	10,05	4,41
KBV		23,97			

Investment Case

- Die Sangdong-Mine, die von der koreanischen, deutschen und österreichischen Regierung unterstützt wird, ist auf dem besten Weg, eine der größten und hochwertigsten Wolframminen außerhalb Chinas zu werden. Die Produktion soll in der zweiten Jahreshälfte 2025 beginnen und bis zum Jahresende vollständig hochgefahren werden.
- Ein 15-jähriger Abnahmevertrag mit einem festen Mindestpreis und eine geplante Erweiterung (Phase 2) werden die Produktion bis 2027 verdoppeln.
- Almonty betreibt die Panasqueira-Mine in Portugal, in der hochgradiges Wolfram zu Spitzenpreisen mit konstanter Ausbeute und starkem Cashflow produziert wird.
- Eine nachgelagerte Oxidanlage (geplant für 2027-28) und ein einsatzbereites Molybdänprojekt in Korea bieten erhebliche Vorteile und vertikale Integration.
- Das Unternehmen wird von einem sehr engagierten CEO geleitet und kann auf eine nachweisliche Erfolgsbilanz bei der Sanierung von Minen, diszipliniertem Kapitaleinsatz und langfristiger strategischer Umsetzung verweisen, was es von typischen Junior-Minenunternehmen unterscheidet.
- Angesichts der weltweit steigenden Nachfrage nach einer sicheren Wolframversorgung, insbesondere für die Rüstungs- und Halbleiterindustrie, ist Almonty strategisch als westliche Alternative zur chinesischen Dominanz positioniert.

Rating: Kaufen
Kursziel: 5,50 CAD (3,52 EUR)
(bisher: 4,20 CAD (2,69 EUR))

Aktie und Stammdaten



Schlusskurs zum 09.06.25	3,25 CAD
Ticker	ALI:GR
ISIN	CA0203981034
WKN	A1JSSD
Anzahl der Aktien (in Mio.)	288,18
MCap (in Mio. CAD)	936,62
Enterprise Value (in Mio. CAD)	1086,81

Austausch	TSX
Ende des Geschäftsjahrs	31. Dezember
Rechnungslegung	IFRS

Aktionäre

Lewis Black, Almonty Partners LLC	9,5%
Plansee-Gruppe	14,0%
Deutsche Rohstoff	11,3%
Weitere Aktionäre	65,2%

Finanzkalender

14.08.2025	Q2 2025 Bericht
14.11.2025	Q3 2025 Bericht
31.03.2026	Jahresbericht 2025

Analysten

Matthias Greiffenberger (greiffenberger@gbc-ag.de)
Cosmin Filker (filker@gbc-ag.de)

Letzter GBC Research

Datum: Veröffentlichung / Kursziel / Rating
14.04.2025: RS / 4,20 CAD / KAUFEN

** Die oben aufgeführten Research-Berichte können unter www.gbc-ag.de abgerufen werden.

Fertigstellung: 12.06.2025 (16:00 Uhr)
Erste Weitergabe: 16.06.2025 (8:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2025

*Katalog möglicher Interessenkonflikte auf Seite 9

Almonty treibt Entwicklung der Sangdong-Mine voran, gleichzeitig steigen die Wolframpreise weiter an

Almonty Industries hat die Finanzergebnisse für das erste Quartal 2025 im Rahmen der Erwartungen veröffentlicht und seine Position als einer der strategisch bedeutendsten Anbieter kritischer Mineralien in der westlichen Hemisphäre erneut bekräftigt. Das Unternehmen setzt weiterhin konsequent seine operative Roadmap um, investiert zielgerichtet Kapital und stärkt seine geopolitische Positionierung zu einem Zeitpunkt, an dem das globale Interesse an zuverlässigen nichtchinesischen Wolframquellen deutlich zunimmt. Nach einer deutlichen Preiss rallye bei Wolfram seit Februar und der weiteren Reduzierung der Risiken im Zusammenhang mit der Sangdong-Mine in Südkorea haben wir unsere Prognosen sowie unser Bewertungsmodell angepasst. Infolgedessen erhöhen wir unser Kursziel von bisher CAD 4,20 (EUR 2,69) auf CAD 5,50 (EUR 3,52) und bestätigen unsere Kaufempfehlung.

Almonty erzielte im Dreimonatszeitraum bis zum 31. März 2025 einen Umsatz von CAD 7,91 Millionen, was einem leichten Anstieg gegenüber CAD 7,82 Millionen im ersten Quartal 2024 entspricht. Diese konstante Entwicklung basiert auf stabiler Produktion und stabilen Preisen in der Panasqueira-Mine in Portugal. Das Einkommen aus dem Bergbaubetrieb stieg im Jahresvergleich um 24 Prozent auf CAD 0,75 Millionen, was auf höhere realisierte Wolframpreise sowie verbesserte operative Effizienz zurückzuführen ist. Das bereinigte EBITDA belief sich im Quartal auf CAD -3,5 Millionen im Vergleich zu CAD -1,3 Millionen im ersten Quartal 2024, was vor allem erhöhte Unternehmensausgaben widerspiegelt, da Almonty sich auf den Produktionsbeginn in Sangdong vorbereitet. Die gestiegenen Kosten resultieren in erster Linie aus nicht liquiditätswirksamer aktienbasierter Vergütung, den Kosten der Sitzverlegung von Kanada in die Vereinigten Staaten sowie der Neubewertung der Warrants. Der Nettoverlust in Höhe von CAD -34,6 Millionen resultierte im Wesentlichen aus einem nicht liquiditätswirksamen Verlust in Höhe von CAD 25,8 Millionen aufgrund der IFRS bedingten Neubewertung von Warrant-Verbindlichkeiten infolge eines deutlichen Anstiegs des Aktienkurses. Diese buchhalterische Behandlung hat keinerlei Auswirkungen auf Liquidität oder Cashflow des Unternehmens.

Der bedeutendste operative Meilenstein im ersten Quartal war der erhebliche Fortschritt beim Abschluss der Bauarbeiten an der Sangdong-Mine. Die Errichtung der Anlage nähert sich dem Abschluss, die Installation der Aufbereitungsanlage befindet sich in der Endphase und die letzte Tranche des Projektfinanzierungskredits der KfW IPEX Bank über 75,1 Millionen US Dollar wurde abgerufen. Die Inbetriebnahme wird in Kürze erwartet, die erste Erzverarbeitung ist für die zweite Jahreshälfte 2025 vorgesehen. Mit ihrem hohen Erzgehalt, großem Ressourcenvolumen und nahezu fertiggestellter vertikaler Integration, einschließlich geplanter Wolframoxid-Aufbereitungsanlage, wird Sangdong zu einem strategisch bedeutenden Element in der globalen Wolframversorgung. Die niedrige Kostenstruktur des Projekts bietet Schutz vor Preisschwankungen und macht Almonty zu einem idealen Langzeitlieferanten für preissensible Industrie- und Verteidigungskunden.

Strategisch gesehen stärkt Almonty weiterhin gezielt seine geopolitische Ausrichtung an westliche Regierungen. Im Berichtszeitraum sicherte sich das Unternehmen eine wegweisende Abnahmevereinbarung mit einem führenden US-amerikanischen Rüstungsunternehmen zur exklusiven Lieferung von Wolframoxid für den Einsatz in amerikanischen Verteidigungssystemen. Diese Vereinbarung bestätigt Almontys Rolle als essenzieller vorgelagerter Partner in der US-Verteidigungslieferkette. Darüber hinaus wurde Almonty eingeladen, am von der Defense Advanced Research Projects Agency DARPA finanzierten Critical Minerals Forum teilzunehmen. Diese Teilnahme gewährt Zugang zu künstlich intelligenter Prognose-technologie zur Bewertung von Nachfrage, Preisentwicklung und geopolitischem

Risiko im Bereich kritischer Rohstoffe und wird die Fähigkeit des Unternehmens verbessern, langfristige kommerzielle Vereinbarungen zu strukturieren und Kapital effizient zu allokalieren.

Zusätzlich gab Almonty den Abschluss einer verbindlichen Abnahmevereinbarung mit dem US-Rüstungsunternehmen Tungsten Parts Wyoming TPW und dem israelischen Wolframverarbeiter Metal Tech MT bekannt, ein bedeutender Schritt in der strategischen Ausrichtung auf nationale Sicherheitsziele. Gemäß den Vertragsbedingungen wird TPW mindestens 40 Tonnen Wolframoxid pro Monat abnehmen, wobei die gesamte Menge ausschließlich für US-Verteidigungsanwendungen wie Raketen, Drohnen und Munitionssysteme vorgesehen ist. MT wird das Oxid in Israel oder den Vereinigten Staaten zu Metallpulver, verarbeiten das ausschließlich in TPWs Verteidigungsproduktionsprogrammen Verwendung findet. Die Lieferungen beginnen mit dem Start der kommerziellen Produktion von Wolframoxid durch Almonty und werden zu einem vereinbarten Mindestpreis abgewickelt, wobei keine Obergrenze auf den Preisanstieg gesetzt ist und qualitätsbedingte Anpassungen berücksichtigt werden. Der Vertrag läuft zunächst über drei Jahre ab der ersten Lieferung und verlängert sich anschließend automatisch jährlich. Diese Vereinbarung sichert nicht nur planbare Erlöse und langfristige Nachfrage, sondern unterstreicht Almontys Rolle als zentraler vorgelagerter Lieferant in der US-Verteidigungskette.

Im Bereich Corporate Governance wurde Alan Estevez, ehemaliger US-Unterstaatssekretär für Industrie und Sicherheit, in den Verwaltungsrat berufen. Estevez bringt jahrzehntelange Erfahrung in den Bereichen Verteidigungslogistik, Exportkontrolle und Rohstoffpolitik ein und wird voraussichtlich Almontys Anbindung an strategische US-Initiativen weiter vertiefen. Parallel dazu erhielt das Unternehmen die Zustimmung der Aktionäre zur Sitzverlegung in die Vereinigten Staaten; Ein Schritt der die Unternehmensstruktur stärker an die wachsenden Geschäftsinteressen in den USA anpasst. Das Management hat signalisiert, dass dieser Übergang die geplante Notierung an der NASDAQ kurzfristig ermöglichen soll. Eine NASDAQ-Listung würde Almontys Investorenbasis deutlich erweitern, die Liquidität erhöhen und das Profil bei institutionellen und strategischen Anlegern mit Fokus auf kritische Materialien und nationale Sicherheit stärken.

Das makroökonomische Umfeld für Wolfram hat sich ebenfalls spürbar verbessert. Die Marktpreise für Ammoniumparatungstat APT sind von 342,50 US Dollar pro MTU Ende Februar auf 430,00 US Dollar pro MTU Anfang Juni 2025 gestiegen, ein Anstieg von rund 25 Prozent. Dieser Aufwärtstrend spiegelt sowohl ein verknapptes Angebot als auch eine gestiegene Nachfrage wider, insbesondere aus dem Verteidigungs- und Halbleitersektor westlicher Volkswirtschaften. Vor dem Hintergrund dieser Marktentwicklung haben wir unsere langfristige Preisannahme für Wolfram von zuvor 325 auf 375 US Dollar pro MTU erhöht und für die kurzfristige Entwicklung einen Preisbereich von 410 bis 450 US Dollar modelliert. Diese Anpassung verbessert das Cashflow Profil von Sangdong insbesondere in den ersten Hochlaufjahren erheblich und erhöht unseren geschätzten Unternehmenswert. Infolgedessen steigt unser aus dem DCF-Modell abgeleitetes Kursziel auf CAD 5,50.

Mit Blick nach vorn erwarten wir weitere positive Katalysatoren, darunter die Inbetriebnahme und den Produktionshochlauf in Sangdong, Fortschritte beim NASDAQ-Listing nach der Sitzverlegung sowie zusätzliche strategische Vereinbarungen im Zusammenhang mit der Wolframoxid- und Molybdänproduktion des Unternehmens. Darüber hinaus rechnen wir mit weiteren Details zur geplanten vertikal integrierten Nano Wolframoxid Anlage, deren Inbetriebnahme zwischen 2027 und 2028 vorgesehen ist und die signifikantes nachgelagertes Wertschöpfungspotenzial bietet.

Almonty Industries ist einzigartig positioniert als transparenter konfliktfreier westlicher Anbieter von Wolfram zu einem Zeitpunkt, an dem die Vereinigten Staaten und verbündete Staaten aktiv ihre Abhängigkeit von China bei kritischen Rohstoffen reduzieren. Mit hochwertigen Vermögenswerten staatlich gesicherter Finanzierung, strategischen Partnerschaften sowie steigenden Marktpreisen bietet Almonty erhebliches Upside-Potenzial. Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung und erhöhen unser Kursziel auf CAD 5,50 (EUR 3,52) von zuvor CAD 4,20 (EUR 2,69), was sowohl die verbesserten Fundamentaldaten des Wolframmarkts als auch die zunehmende Sichtbarkeit hinsichtlich der Wertrealisierung von Sangdong widerspiegelt.

Bewertung

Annahmen des Modells

Almonty Industries Inc. wurde im Rahmen eines zweistufigen DCF-Modells bewertet. Die erste Phase der Analyse umfasst die Jahre 2025 bis 2027 und basiert auf detaillierten, projektspezifischen Schätzungen. Für die zweite Phase, die den Zeitraum von 2028 bis 2040 abdeckt, wurde überwiegend ein werttreiberbasierter Ansatz angewendet. Dabei wurden konkrete Umsatzprognosen auf Basis eines mehrstufigen Modells erstellt, das auf die jeweilige Entwicklung und Kapazität der einzelnen Bergbauprojekte abgestimmt ist. Die Zielgröße für die EBITDA-Marge in dieser Phase liegt bei 54,3 Prozent. Der angenommene effektive Steuersatz steigt schrittweise auf 25 Prozent an, da das Unternehmen voraussichtlich zunächst von steuerlichen Verlustvorträgen profitieren wird, bevor es in die volle Steuerpflicht übergeht.

Durch die bewusste Begrenzung des Bewertungszeitraums bis zum Jahr 2040 ist im Modell eine konservative Sicherheitsmarge eingebaut. Zwar belaufen sich die nachgewiesenen und wahrscheinlichen Wolframreserven konzernweit auf rund 36.000 Tonnen, doch berücksichtigt das Modell lediglich eine förderbare Menge von etwa 6.500 Tonnen im Projektionszeitraum. Zudem wird die wirtschaftliche Lebensdauer der wichtigsten Lagerstätte – der Sangdong-Mine – auf über 90 Jahre geschätzt, während der Analysezeitraum weniger als ein Sechstel dieser Dauer abbildet. Das Bewertungsmodell trägt diesem konservativen Ansatz Rechnung, indem es auf realistische operative Annahmen fokussiert, ohne auf eine aggressive Ausschöpfung der Ressourcen zu setzen.

Bestimmung der Kapitalkosten

Der gewichtete durchschnittliche Kapitalkostensatz (WACC) für Almonty Industries Inc. wurde auf Basis der Eigenkapital- und Fremdkapitalkosten ermittelt. Zur Berechnung der Eigenkapitalkosten wurden der risikofreie Zinssatz, eine unternehmensspezifische Marktrisikoprämie sowie das Beta herangezogen.

Der risikofreie Zinssatz basiert auf den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW. Zur Ableitung werden die aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Bundeswertpapiere herangezogen, konkret die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Nullkuponanleihen, berechnet nach der Svensson-Methode. Um kurzfristige Volatilität zu glätten, wird der Dreimonatsdurchschnitt der Renditen verwendet und auf 0,25 Basispunkte gerundet. Der so berechnete risikofreie Zinssatz beträgt derzeit 2,50 %.

Für die Marktrisikoprämie wurde ein langfristiger Durchschnittswert von 5,50 % angenommen. Diese historische Prämie entspricht der erwarteten Überrendite des Aktienmarktes gegenüber risikolosen Anlagen und wird breit in der Unternehmensbewertungspraxis verwendet.

Das unternehmensspezifische Beta wurde gemäß der GBC-Schätzmethode mit einem aktuellen Wert von 1,57 angesetzt. Daraus ergeben sich Eigenkapitalkosten von 11,14 % ($\text{Beta} \times \text{Marktrisikoprämie} + \text{risikofreier Zinssatz}$).

Für die Kapitalstruktur wurde eine nachhaltige Gewichtung von 20 % Eigenkapital und 80 % Fremdkapital unterstellt, was sich aus der aktuellen Finanzierungssituation des Unternehmens und seiner Projektstruktur ableiten lässt. Unter diesen Annahmen ergibt sich ein gewichteter durchschnittlicher Kapitalkostensatz (WACC) von 7,48 %.

Unter Verwendung unseres Black-Scholes-Modells mit einer Volatilitätsannahme von 100 % haben wir den negativen Warrant-NPV (die "Verwässerungskosten der Warrants und Optionen") auf 159,49 Mio. CAD (vorher: 97,14 Mio. CAD) berechnet.

Bewertungsergebnis

Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir ein Kursziel von 5,50 CAD / 3,52 EUR ermittelt (Umrechnung Kanadischer Dollar in Euro: 6. Juni 2025, 13:44 UTC). In Anbetracht des aktuellen Kursniveaus von 3,18 CAD pro Aktie ergibt sich daraus ein attraktives Upside-Potenzial. Daher stufen wir die Aktie mit KAUFEN ein.

Phase	estimate			consistency												
	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	GJ 30e	WJ 31e	GJ 32e	GJ 33e	GJ 34e	GJ 35e	GJ 36e	GJ 37e	GJ 38e	GJ 39e	GJ 40e
Umsatz	60,50	153,85	314,96	617,99	670,73	657,69	662,89	668,61	675,29	656,61	701,39	711,04	722,12	571,03	582,38	596,02
Wachstum des Umsatzes	109,8%	154,3%	104,7%	96,2%	8,5%	-1,9%	0,8%	0,9%	1,0%	-2,8%	6,8%	1,4%	1,6%	-20,9%	2,0%	2,3%
EBITDA	32,73	106,41	222,29	335,57	364,21	357,13	359,95	363,05	366,68	356,54	380,85	386,10	392,11	310,07	316,23	323,64
EBITDA-Marge	54,1%	69,2%	70,6%	54,3%	54,3%	54,3%	54,3%	54,3%	54,3%	54,3%	54,3%	54,3%	54,3%	54,3%	54,3%	54,3%
EBITA	31,56	105,18	220,99	330,92	359,16	351,78	354,50	357,52	361,05	350,82	375,04	380,20	386,12	303,99	310,06	318,10
EBITA-Marge	52,2%	68,4%	70,2%	53,5%	53,5%	53,5%	53,5%	53,5%	53,5%	53,4%	53,5%	53,5%	53,5%	53,2%	53,2%	53,4%
NOPLAT	31,10	104,68	209,94	297,83	305,28	263,83	265,87	268,14	270,79	263,12	281,28	285,15	289,59	227,99	232,55	238,57
Working Capital (WC)	-16,50	-15,50	-14,50	-13,78	-13,09	-12,43	-11,81	-11,22	-10,66	-10,13	-9,62	-9,14	-8,68	-8,25	-7,84	-7,44
Anlagevermögen (OAV)	292,85	387,85	464,85	504,85	534,85	544,85	553,85	562,85	571,85	580,85	589,85	598,85	607,85	616,85	625,85	634,85
Investiertes Kapital	276,35	372,35	450,35	491,07	521,76	532,42	542,04	551,63	561,19	570,72	580,23	589,71	599,17	608,60	618,01	627,40
Kapitalrendite	14,4%	37,9%	56,4%	66,1%	62,2%	50,6%	49,9%	49,5%	49,1%	46,9%	49,3%	49,1%	49,1%	38,1%	38,2%	44,0%
EBITDA	32,73	106,41	222,29	335,57	364,21	357,13	359,95	363,05	366,68	356,54	380,85	386,10	392,11	310,07	316,23	323,64
Steuern auf das EBITA	-0,46	-0,50	-11,05	-33,09	-53,87	-87,94	-88,62	-89,38	-90,26	-87,71	-93,76	-95,05	-96,53	-76,00	-77,52	-79,52
Veränderung im OAV	-61,18	-96,23	-78,30	-44,65	-35,05	-15,35	-14,45	-14,54	-14,63	-14,72	-14,81	-14,90	-14,99	-15,08	-15,17	-14,54
Veränderung in WC	-0,55	-1,00	-1,00	-0,73	-0,69	-0,65	-0,62	-0,59	-0,56	-0,53	-0,51	-0,48	-0,46	-0,43	-0,41	-4,37
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Freier Cash Flow	-29,45	8,68	131,94	257,10	274,59	253,18	256,25	258,55	261,23	253,58	271,78	275,67	280,14	218,56	223,13	225,21

Entwicklung Kapitalkosten	
risikolose Rendite	2,50%
Marktrisikoprämie	5,50%
Beta	1,57
Eigenkapitalkosten	11,14%
Zielgewichtung	20,00%
Fremdkapitalkosten	7,00%
Zielgewichtung	80,00%
Taxshield	7,48%

Ermittlung fairer Wert	GJ 25e	GJ 26e
Wert operatives Geschäft	1930,28	2066,08
Nettoverschuldung	185,56	188,44
Wert des Eigenkapitals	1744,72	1877,63
Barwert für Warrants/Optionen	-159,49	-159,49
Wert des Aktienkapitals	1585,23	1718,14
Ausstehende Aktien in Mio.	288,19	288,19
Fairer Wert der Aktie in CAD	5,50	5,96
Fairer Wert der Aktie in EUR	3,52	3,81

Sensitivitätsanalyse		WACC				
ROC		6,5%	7,0%	7,5%	8,0%	8,5%
	46,4%	6,44	5,89	5,43	5,02	4,67
	46,7%	6,48	5,93	5,46	5,06	4,70
	46,9%	6,53	5,97	5,50	5,09	4,74
	47,2%	6,57	5,46	5,54	5,13	4,77
	47,4%	6,62	6,06	5,57	5,16	4,80

ANHANG

I. Research unter MiFID II

1. Es besteht ein Vertrag zwischen dem Researchunternehmen GBC AG und der Emittentin hinsichtlich der unabhängigen Erstellung und Veröffentlichung dieses Research Reports über die jeweilige Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet. Ist dies der Fall, so ist dies bei der jeweiligen Studie entsprechend den Notationen angegeben.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.
oder
3. Werden die Studien nicht durch die Emittentin beauftragt, erfolgt die Erstellung der Studien auftragsunabhängig. Die Erstellung erfolgt ebenfalls ohne Beeinflussung durch Dritte.
4. Der Researchreport wird weitreichend verfügbar gemacht und allgemein zugänglich veröffentlicht und nicht nur exklusiv an bestimmte Kunden und Investoren verteilt. Somit ist die Researchstudie ebenfalls als „geringfügige Nicht-Monetäre Zuwendung“ einzustufen und somit MiFIDII compliant.

II. §1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

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

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

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

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

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

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

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen. Die Hinweise zum Disclaimer/Haftungsausschluss finden Sie zudem unter: <https://www.gbc-ag.de/de/Disclaimer>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse: <https://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung>

§ 2 (I) Aktualisierung:

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

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

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

dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

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

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

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

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar: <https://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung>

§ 2 (IV) Informationsbasis:

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

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

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

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

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

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

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

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Karin Jägg, Email: jaegg@gbc-ag.de

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

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

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Matthias Greiffenberger, M.Sc., M.A., Finanzanalyst
Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Stellv. Chefanalytiker

§ 3 Urheberrechte

Dieses Dokument ist durch das Urheberrecht geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht vervielfältigt oder an andere Personen weitergegeben werden. Die Verwertung dieses Dokuments außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes bedarf grundsätzlich der Zustimmung von GBC bzw. des jeweiligen Unternehmens, sofern eine Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten erfolgt ist.

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

E-Mail: compliance@gbc-ag.de

GBC AG®.
- RESEARCH & INVESTITIONSANALYSEN -

GBC AG
Halderstraße 27
86150 Augsburg
Deutschland

Internet: <http://www.gbc-ag.de>
Fax: ++49 (0)821/241133-30
Tel.: ++49 (0)821/241133-0
E-Mail: office@gbc-ag.de