



**Research Note**  
**Abschluss der Transaktion und Finanzierung**

**Saturn Oil & Gas Inc.**



**Über 8,000 boe/d Produktion im Jahr 2022e**

-

**Ölsektor unter Angebotsdruck**

-

**Bis zu 80% Schuldentilgung im Jahr 2022e**

**Kursziel: 13,12 CAD (9,41 EUR)**

**Rating: Kaufen**

**WICHTIGER HINWEIS:**

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR auf Seite 32

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

Datum und Uhrzeit der Fertigstellung der Studie: 11.04.2022 8:30 Uhr - Deutsche Version: 11.04.2022 (09:00 Uhr)

Datum und Uhrzeit der ersten Veröffentlichung: 11.04.2022 10:00 Uhr - Deutsche Version: 11.04.2021 (10:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2022

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

**Rating: Kaufen**  
**Kursziel: 13,12 CAD**  
**(9,41 EUR)**

Aktueller Kurs: 2,92 CAD  
30.03.2022 TSX / 19:30 Uhr  
Währung: CAD

### Stammdaten:

ISIN: CA80412L8832  
CUSIP: 80412L883  
WKN: A3C9X6  
TSX.V: SOIL  
FSE: SMKA  
Aktienanzahl<sup>3</sup>: 31,9  
Enterprise value: 179,06  
Marketcap<sup>3</sup>: 93,06  
<sup>3</sup> in m / in m CAD /

Primär Listing: TSX-Venture  
Zweitlisting: Frankfurt

Accounting Standard:  
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

### Analysten:

Julien Desrosiers  
desrosiers@GBC-AG.de

Felix Haugg  
haugg@GBC-AG.de

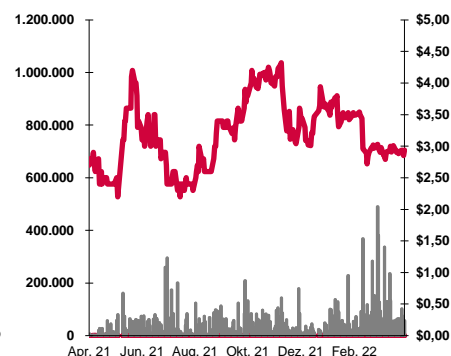
\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 30

### Unternehmensprofil

Branche: Energie  
Fokus: Öl und Gas

Firmensitz: Calgary, Alberta

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



Saturn Oil & Gas ist ein kanadisches Explorations- und Entwicklungsunternehmen. Das Unternehmen besitzt Lizenzen für die Öl- und Gasexploration in Südost-Saskatchewan und West-Central-Saskatchewan. Saturn Oil & Gas Inc. ist ein Energieunternehmen, das sich auf den Erwerb und die Erschließung unterbewerteter, risikoarmer Aktiva konzentriert. Saturn hat sich durch strategische Landpositionen und Akquisitionen eine starke Cashflow-Basis geschaffen.

Saturn Oil & Gas wird im Jahr 2022 voraussichtlich 8.000 boe/d produzieren und hat die größten Investitionsausgaben in seiner Geschichte getätigt. Die Kernkompetenz des Unternehmens liegt in seinen starken Bohr- und Produktionsergebnissen bei gleichzeitiger Beibehaltung einer sehr schlanken Struktur. Die Produktion von Saturn Oil & Gas besteht zu 96 % aus Flüssigöl und nur zu 4 % aus Erdgas.

Guv in Mio. CAD	GJ 2020	GJ 2021e	GJ 2022e	GJ 2023e
Umsatz	7,55	105,62	292,10	269,04
EBITDA	-0,92	36,67	94,70	108,42
EBIT	-0,92	20,38	44,88	61,12
Jahresüberschuss	-3,31	-56,46	-19,92	33,90

### Kennzahlen in CAD

EPS	-0,42	-2,25	-0,62	1,06
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00

### Kennzahlen in CAD

EV/Umsatz	23,72	1,70	0,61	0,67
EV/EBITDA	-193,79	4,88	1,89	1,65
EV/EBIT	-193,79	8,79	3,99	2,93
KGV	-28,11	-1,65	-4,67	2,75
KBV	1,48			

### Finanzkalender

15.04.22 Geschäftsbericht 2022 (Geplant)  
20.05.22 Quartalsmitteilung Q1 (Geplant)  
31.08.22 Halbjahresabschluss (Geplant)

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

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in CAD / Rating  
21.12.2021: RS / CAD 12,17 / KAUFEN

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

## EXECUTIVE SUMMARY

- **Unternehmens Guideline.** Das Unternehmen rechnet mit einer durchschnittlichen Produktion von 8.000 boe/d für das GJ2022e.
- **Finanzierung.** Das Unternehmen hat mit Eche-Ion Capital Market eine Kauffinanzierung von 6.141.000 Einheiten mit einem Bruttoerlös von 18.423.000 CAD abgeschlossen.
- **Nicht vermittelte Privatplatzierung** Das Unternehmen hat 730.000 Einheiten für einen Bruttoerlös von 2.190.000 CAD ausgegeben.
- **Investitionen in Höhe von insgesamt 50 Mio. CAD.** Mit den zusätzlichen Erlösen aus der Finanzierung kann Saturn seine Entwicklung in diesem hohen Ölpreismarkt beschleunigen. Das Unternehmen wird im Laufe des Jahres 2022e Kapital in Höhe von etwa 50% seiner derzeitigen Marktkapitalisierung investieren.
- **Massives Umsatzwachstum für 2022e prognostiziert.** Nach unseren Schätzungen wird das Unternehmen im GJ2022e einen Umsatz von 287,1 Mio. CAD erzielen.
- **Neue Öl-Makroökonomie.** Der Ölpreis begann im September 2021 zu steigen und erreichte am 8. März 2022 aufgrund der gestiegenen weltweiten Nachfrage und der aktuellen geopolitischen Lage in Europa fast ein Allzeithoch.
- **Erfolgreiche Bohrungen.** Die Bohrung Glen Ewen 101/7-26 lieferte in den ersten 30 Tagen eine durchschnittliche Leichtölproduktion von über 220 bbl/d. Ausgehend von öffentlichen Daten wies diese Bohrung mit über 500 Produktionsstunden die höchste Ölförderleistung aller über 550 Bohrungen in Saskatchewan im vierten Quartal 2021 auf.
- **Beschleunigter Schuldentilgungsplan.** Angesichts des aktuellen Ölpreises gehen wir davon aus, dass das Unternehmen seine Schuldentilgung beschleunigen und die Nettoverschuldung bis zum Jahresende 2022 um 80 % reduzieren wird und bereits im dritten Quartal 2023 zu 100 % schuldenfrei sein könnte.
- **Verhältnis von Marktkapitalisierung zu freiem Cashflow von 0,35.** Nach unseren aktuellen Schätzungen dürfte das Unternehmen bei einer Marktkapitalisierung von 93 Mio. CAD einen freien Cashflow von über 32,7 Mio. CAD erwirtschaften.
- **Auf der Grundlage unseres DCF-Modells haben wir unser Kursziel auf 13,12 CAD / 9,41 EUR angehoben und behalten unser BUY-Rating bei.**

## INHALTSVERZEICHNIS

<b>Executive Summary .....</b>	<b>2</b>
<b>Inhaltsverzeichnis .....</b>	<b>3</b>
<b>Aktuelle News - 2022 Wesentliche Ereignisse .....</b>	<b>4</b>
Erfolgreiche Bohrungen .....	4
Ergebnisse der Investitionsausgaben .....	5
Änderung des RSU/DSU-Plans .....	5
Neue Akquisition .....	5
Öffentliches Angebot.....	5
Nicht vermittelte Privatplatzierung.....	6
Verwendung der Mittel.....	6
<b>2022 Produktions Guideline .....</b>	<b>7</b>
Schätzungen von Produktion und Einnahmen .....	7
Auswirkungen der Absicherung auf die Einnahmen.....	7
Bereinigter freier Cashflow.....	8
Beschleunigte Schuldentilgung .....	8
<b>Bewertung .....</b>	<b>9</b>
Modellannahmen.....	9
Kapitalkosten.....	9
Bewertungsergebnis.....	9
<b>Anhang .....</b>	<b>11</b>

## AKTUELLE NEWS - 2022 WESENTLICHE EREIGNISSE

Datum	News
20.03.2022	Saturn Öl & Gas Inc. gibt erfolgreiche Bohrergergebnisse im Oxbow-Feld bekannt
14.03.2022	Saturn Oil & Gas Inc. kündigt ein vollständig finanziertes Kapitalprogramm für 2022 an, das ein Produktionswachstum von 15 % und eine Jahresprognose untermuert, die durch einen organischen Cashflow hervorgehoben wird, der eine Reduzierung der Nettoverschuldung um 45 % ermöglicht
10.03.2022	Saturn Oil & Gas Inc. gibt den Abschluss eines Deal-Angebots und einer gleichzeitigen nicht-vermittelte Privatplatzierung bekannt
02.03.2022	Saturn Oil & Gas Inc. wird in die Top 50 der TSX Venture Exchange aufgenommen
28.02.2022	Saturn Oil & Gas Inc. gibt den Abschluss der Akquisition und Privatplatzierung bekannt
18.02.2022	Saturn Oil & Gas Inc. kündigt Aufstockung des öffentlichen Kaufangebots an
17.02.2022	Saturn Öl & Gas Inc. kündigt strategische Akquisition, Schuldenkonsolidierung und Börsengang an
03.02.2022	Saturn Oil & Gas Inc. kündigt die Annahme eines RSU/DSU-Plans an
26.01.2022	Saturn Öl & Gas Inc. kündigt Sponsoring des ATP-Tennisturniers in Troisdorf vom 22. bis 29. Mai 2022 zur Unterstützung des Jugendsports für benachteiligte Kinder an

Quelle: Saturn Oil & Gas, GBC AG

### Erfolgreiche Bohrungen

Das Unternehmen hat seine Bohrergergebnisse aus den letzten sechs neuen Bohrungen im Südosten Saskatchewan veröffentlicht. Die Ergebnisse liegen weit über dem, was die Konkurrenten in den letzten fünf Jahren in diesem Gebiet im Durchschnitt erreicht haben. Die ersten Bohrergergebnisse sind vor allem angesichts des derzeit sehr hohen Ölpreises ermutigend und ermöglichen eine zusätzliche, nicht abgesicherte Produktion.

Zu den Highlights der sechs Saturn-Oxbow-Bohrungen gehören:

- Die durchschnittliche Anfangsproduktion von 96,3 bbl/d pro Bohrloch in den ersten 30 Tagen liegt um 40 % über dem durchschnittlichen Kurventyp aller Bohrungen, die in den letzten fünf Jahren im Mississippi-Gebiet von Saskatchewan durchgeführt wurden (Stichprobengröße: 1.400 Bohrlöcher).
- Eine kombinierte Rendite von mehr als 150 %, auf der Grundlage der aktuellen zu erzielenden Preisen.
- Prognosen zufolge werden die Bohrlöcher während ihrer wirtschaftlichen Lebensdauer über 250.000 Barrel Leichtöl produzieren, bei impliziten (halbzyklischen) Entwicklungskosten von 23,00 CAD pro Barrel
- Bei einer Gesamtinvestition von 5,8 Mio. CAD wird ein nicht abgezinster freier Cashflow von insgesamt 15,2 Mio. CAD prognostiziert, was einem impliziten Recycling-Verhältnis von 2,6 entspricht, basierend auf den aktuellen Preisen.

Die vorliegenden Ergebnisse der neuen Bohrungen sowie der Produktionsoptimierungen weisen eine sehr hohe Kapitaleffizienz auf und zeigen einmal mehr die operativen Fähigkeiten und Kernkompetenzen der Saturn Oil & Gas Inc.

## Ergebnisse der Investitionsausgaben

	Total Capital Expenditure (\$000s)	Initial Production First 30 Days <sup>1</sup> Bbl/d	Capital Efficiency <sup>2</sup> \$/Bbl/d
Six Oxbow Wells (Combined)	\$5,779	578	\$10,000
19 Production Optimizations	\$93	55	\$1,700
<b>Total</b>	<b>\$5,872</b>	<b>633</b>	<b>\$9,276</b>

Source: Saturn Oil & Gas

## Änderung des RSU/DSU-Plans

Saturn Oil & Gas hat seinen RSU/DSU-Plan von einem festen Optionsplan von 20 % auf einen rollierenden Plan von 10 % umgestellt. Derzeit hat Saturn Oil & Gas 1.982.500 Aktienoptionen im Umlauf, und im Rahmen des neuen Plans stehen 534.034 RSUs/DSUs und/oder Optionen zur Zuteilung zur Verfügung. Das Unternehmen gewährte dem Vorstand und dem „Corporate Secretary“ des Unternehmens eine erste Zuteilung von 63.000 DSUs zu einem Referenzpreis von 3,50 CAD pro Aktie mit einem dreijährigen Unverfallsbarkeitsplan von 1/3 pro Jahr.

## Neue Akquisition

Saturn Oil & Gas erwarb mit Wirkung vom 1. Januar 2022 einen neuen strategischen Vermögenswert für einen Nettokaufpreis von 7,9 Mio. CAD. Der Vermögenswert besteht aus den folgenden Merkmalen:

- Ca. 240 boe/d an Leichtölproduktion mit hohem Nettoertrag
- Im Kerngeschäftsfeld „Viking“ von Saturn angesiedelt
- Ein ausgezeichnetes Lizenznehmer-Haftungsrating (LLR) > 3,0
- Senkung der Gesamtlizenzgebühren und Betriebskosten des Unternehmens pro Boe

Geschätzter Betriebsgewinn für 2022 bei einer erworbenen Produktion von 60,50 CAD/Barrel und einem PDP-Recycling-Verhältnis von 3,2

Aufgrund der starken Synergieeffekte mit den bestehenden Anlagen wird diese Anlage leicht in das Unternehmen integriert werden können. Wir schätzen, dass die Ölproduktion, einschließlich des Produktionsrückgangs, bis Ende 2023 Einnahmen von über 20 Mio. USD generieren könnte.

Die Akquisition steht im Einklang mit dem Geschäftsmodell des Unternehmens: Konsolidierung in bestimmten bestehenden Becken, um die Vorteile von Transaktionen zu maximieren, was zu einem schlankeren, effizienteren Betrieb führt.

## Öffentliches Angebot

Zur Finanzierung dieser Akquisition hat das Unternehmen ein Deal mit Echelon Capital Markets abgeschlossen und 6.141.000 Einheiten zu einem Preis von CAD 3,00 pro Einheit (einschließlich der vollständigen Ausübung der Mehrzuteilungsoption der Konsortialbanken) für einen Bruttoerlös von 18.423.000 CAD emittiert. Jede Einheit gewährt dem Käufer einen Optionsschein, der in den nächsten 36 Monaten zum Erwerb einer Aktie zu einem Ausübungspreis von 4,00 CAD berechtigt.

### **Nicht vermittelte Privatplatzierung**

Das Unternehmen hat eine nicht vermittelte Privatplatzierung abgeschlossen und 730.000 Einheiten für einen Bruttoerlös von 2.190.000 CAD emittiert. Insgesamt wird das Unternehmen 6.871.000 neue Einheiten und 6.141.000 Warrants emittieren, was einem Bruttoerlös von 20.613.000 CAD entspricht.

### **Verwendung der Mittel**

Die Erlöse aus den Angeboten werden zur Finanzierung der kürzlich abgeschlossenen strategischen Akquisition des Unternehmens sowie für Bohrungen und Fertigstellungen, Betriebskapital und allgemeine Unternehmenszwecke verwendet.

## 2022 PRODUKTIONS GUIDELINE

Das Unternehmen hat seine Produktionsprognose für das GJ 2022 veröffentlicht:

2022 Forecast	Low	High
Average production <sup>1</sup>	7,800 boe/d	8,200 boe/d
(\$millions, except per share)		
EBITDA prior to hedging	107.6	111.6
EBITDA <sup>2</sup>	73.0	77.0
Cash Interest	(12.0)	(12.0)
Adjusted Funds Flow (AFF)	61.0	65.0
AFF per Basic Share <sup>3</sup>	1.91	2.03
Capital Expenditures (Excluding Acquisition)	(42.6)	(42.6)
Free Funds Flow	18.4	22.4
2022 Year End Net Debt	41.4	37.4
Net Debt to EBITDA	0.6x	0.5x
2022e EV / EBITDA <sup>4</sup>	1.9x	1.7x

Quelle: Saturn Oil and Gas

Nach der neuen Übernahme des Unternehmens und den jüngsten Ereignissen haben wir unsere Produktionsschätzungen überarbeitet und unsere Ölpreisprognose für die Jahre 2022, 2023 und 2024 aktualisiert.

### Schätzungen von Produktion und Einnahmen <sup>1</sup>

	GJ 2022e	GJ 2023e	GJ 2024e
Ungefähre Produktion (boe/d)	8.000	9.000	10.000
Realisierter Preis USD	88,92	75,00	70,00
Realisierter Preis CAD	100,03	81,90	75,95
<b>Gesamtumsatz in Mio. CAD</b>	<b>292,10</b>	<b>269,04</b>	<b>282,49</b>

Quelle: GBC AG

Wir schätzen, dass das Unternehmen im Jahr 2022 durchschnittlich 8.000 boe/d mit einem Ölgehalt von über 93 % produzieren wird. Für 2023 haben wir unsere Produktionserwartungen auf 9.000 boe/d und 10.000 boe/d für das Jahr 2024e erhöht. Diese Schätzungen stehen im Einklang mit den vom Unternehmen am 14. März 2022 veröffentlichten Guidance für 2022.

Angesichts der derzeitigen Volatilität des Ölpreises ist es schwierig, die Ölpreise für das gesamte Jahr 2022, 2023 und 2024 zu schätzen. Unsere Schätzung für 2022 liegt bei 88,92 CAD und geht dann leicht auf 75,00 CAD für 2023 und 70,00 CAD für 2024 zurück. Die geschätzten Gesamteinnahmen des Unternehmens belaufen sich auf 292,10 Mio. CAD für das Jahr 2022, dann ein leichter Rückgang auf 269,04 Mio. CAD und dann wieder ein Anstieg auf 282,49.

### Auswirkungen der Absicherung auf die Einnahmen

GBC Schätzungen	GJ 2022e	GJ 2023e	GJ 2024e
Gesamteinnahmen Mio. CAD	292,10	269,04	282,49
Hedge-Verlust Mio. CAD	-66,00	-38,40	-24,80
Lizenzgebühren Mio. CAD	44,40	41,69	42,92
<b>Angepasste Gesamteinnahmen</b>	<b>181,70</b>	<b>188,95</b>	<b>214,17</b>

<sup>1</sup> Unsere Schätzungen basieren auf USD und einem Umrechnungskurs USD/CAD von 1 USD = 1,27559 CAD. Unter Berücksichtigung des Differenzrabatts für Öl, 3% Erdgas und 4% LNG-Produktion



Wie aus der vorstehenden Tabelle hervorgeht, könnten die Absicherungsverluste für das Jahr 2022 erheblich sein. Nach unseren Schätzungen des Ölpreises werden sie dann für 2023 wesentlich geringer ausfallen und für 2024 ungefähr den gleichen Wert erreichen.

Die Absicherungsposition des Unternehmens nimmt von Jahr zu Jahr ab, wie aus der nachstehenden Tabelle hervorgeht. Sollte der Ölpreis weiterhin über der 90-USD-Marke bleiben, könnten wir davon ausgehen, dass das Unternehmen noch mehr neue Bohrungen durchführen wird, so dass der Hedge-Anteil noch weiter sinken würde.

### Bereinigter freier Cashflow

in Mio. CAD	GJ 2022e
Angepasste Gesamteinnahmen	181,70
Betriebliche Aufwendungen	82,00
Verwaltungskosten	5,00
Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit (EBITDA)	94,70
Zinsaufwendungen	12,00
Cashflow des Unternehmens (bereinigter Cashflow)	82,70
Investitionsausgaben	50,00
<b>Bereinigter freier Cashflow</b>	<b>32,70</b>

Quelle: Saturn Oil & Gas, GBC AG

Für das Jahr 2022 schätzen wir, dass das Unternehmen einen bereinigten freien Cashflow von 32,70 Millionen erzielen wird. Wie in der vorangegangenen Grafik zu sehen ist, beinhaltet der bereinigte freie Cashflow bereits die Investitionsausgaben, die Zins- und Tilgungszahlungen und die Abschreibungen sowie die betrieblichen Aufwendungen.

### 50 Mio. CAD CAPEX für 2022

Auf der Grundlage der jüngsten Transaktionen und Finanzierungsrunden wird das Unternehmen 42,6 Mio. CAD investieren und im ersten Quartal eine Akquisition in Höhe von 7,4 Mio. CAD tätigen, was einem Gesamtinvestitionsvolumen von 50,0 Mio. CAD entspricht. Dies sollte die Produktionsschätzungen für 2022 und 2023 deutlich erhöhen.

### Beschleunigte Schuldentilgung

Prognose der Nettoverschuldung	In Mio. CAD
Nettoverschuldung Ende 2021	70,10
Nettoerlöse aus dem Aktienangebot	18,60
Angepasste Nettoverschuldung	51,50
2021 Bereinigter freier Cashflow	32,70
<b>Erwartete Nettoverschuldung Ende 2022</b>	<b>18,80</b>

Das Unternehmen könnte durch seine jüngste Finanzierung und den bereinigten freien Cashflow die Schuldentilgung beschleunigen und somit bis zu 80 % seiner aktuellen Schulden im Jahr 2022e zurückzahlen.

Nach unseren aktualisierten Schätzungen liegt unser neues Kursziel bei 13,12 CAD, 9,41 EUR (CAD zu 0,7171 EUR - 31. März 2022, 08:07 UTC) und wir halten an unserer KAUFEN-Empfehlung fest.

## BEWERTUNG

### *Modellannahmen*

Saturn Oil & Gas wurde von uns anhand eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Ausgehend von den konkreten Schätzungen für die Jahre 2021 - 2023 in Phase 1 erfolgt in der zweiten Phase die Prognose für die Jahre 2024 bis 2028 unter Anwendung von Werttreibern. Wir erwarten ein jährliches Umsatzwachstum von 5,0 %. Wir haben eine Ziel-EBITDA-Marge von 39,13 % angenommen. In Phase 2 haben wir einen Steuersatz von 15,0 % berücksichtigt. In der dritten Phase wird ebenfalls ein Residualwert nach dem Ende des Prognosehorizonts unter Verwendung der ewigen Rente ermittelt. Im Endwert gehen wir von einer Wachstumsrate von 1,0 % aus.

### *Kapitalkosten*

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

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

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

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

Unter den getroffenen Annahmen errechnen sich Eigenkapitalkosten von 8,42% (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir für die Eigenkapitalkosten eine nachhaltige Gewichtung von 60% annehmen, beträgt der gewichtete durchschnittliche Kapitalkostensatz (WACC) 10,0%.

### *Bewertungsergebnis*

Auf der Grundlage unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir ein Kursziel von CAD13,12 CAD ermittelt.

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

### Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	5,0%	ewiges Umsatzwachstum	1,0%
EBITDA-Marge	40,3%	ewige EBITA - Marge	23,6%
AFA zu operativen Anlagevermögen	47,3%	effektive Steuerquote im Endwert	15,0%
Working Capital zu Umsatz	22,3%		

### dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	105,62	292,10	269,04	282,49	296,62	311,45	327,02	343,37	
US Veränderung	1299,2%	176,5%	-7,9%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	1,0%
US zu operativen Anlagevermögen	0,74	2,43	2,69	2,69	2,69	2,69	2,69	2,69	
EBITDA	36,67	94,70	108,42	113,84	119,54	125,51	131,79	138,38	
EBITDA-Marge	34,7%	32,4%	40,3%	40,3%	40,3%	40,3%	40,3%	40,3%	
EBITA	20,38	44,88	61,12	66,54	69,87	73,36	77,03	80,88	
EBITA-Marge	19,3%	15,4%	22,7%	23,6%	23,6%	23,6%	23,6%	23,6%	23,6%
Steuern auf EBITA	-0,16	0,00	-9,17	-9,98	-10,48	-11,00	-11,55	-12,13	
zu EBITA	0,8%	0,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
EBI (NOPLAT)	20,21	44,88	51,95	56,56	59,39	62,36	65,47	68,75	
Kapitalrendite	48,4%	28,4%	30,6%	35,3%	35,3%	35,3%	35,3%	35,3%	34,0%
Working Capital (WC)	15,00	50,00	60,00	63,00	66,15	69,46	72,93	76,58	
WC zu Umsatz	14,2%	17,1%	22,3%	22,3%	22,3%	22,3%	22,3%	22,3%	
Investitionen in WC	-14,95	-35,00	-10,00	-3,00	-3,15	-3,31	-3,47	-3,65	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	143,00	120,00	100,00	105,00	110,25	115,76	121,55	127,63	
AFA auf OAV	-16,29	-49,82	-47,30	-47,30	-49,67	-52,15	-54,76	-57,50	
AFA zu OAV	11,4%	41,5%	47,3%	47,3%	47,3%	47,3%	47,3%	47,3%	
Investitionen in OAV	-117,61	-26,82	-27,30	-52,30	-54,92	-57,67	-60,55	-63,58	
Investiertes Kapital	158,00	170,00	160,00	168,00	176,40	185,22	194,48	204,21	
EBITDA	36,67	94,70	108,42	113,84	119,54	125,51	131,79	138,38	
Steuern auf EBITA	-0,16	0,00	-9,17	-9,98	-10,48	-11,00	-11,55	-12,13	
Investitionen gesamt	-132,56	-61,82	-37,30	-55,30	-58,07	-60,97	-64,02	-67,22	
Investitionen in OAV	-117,61	-26,82	-27,30	-52,30	-54,92	-57,67	-60,55	-63,58	
Investitionen in WC	-14,95	-35,00	-10,00	-3,00	-3,15	-3,31	-3,47	-3,65	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-96,05	32,88	61,95	48,56	50,99	53,54	56,21	59,02	750,06

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	633,05	663,38
Barwert expliziter FCFs	247,79	239,65
Barwert des Continuing Value	385,26	423,73
Nettoschulden (Net debt)	208,29	245,11
Wert des Eigenkapitals	424,77	418,27
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	424,77	418,27
Ausstehende Aktien in Mio.	25,10	31,87
Fairer Wert der Aktie in CAD	16,92	<b>13,12</b>
Fairer Wert der Aktie in EUR	12,13	<b>9,41</b>

### Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	0,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,49
Eigenkapitalkosten	8,4%
Zielgewichtung	60,0%
Fremdkapitalkosten	14,0%
Zielgewichtung	40,0%
Taxshield	11,9%
WACC	<b>10,0%</b>

Kapitalrendite	WACC				
	9,4%	9,7%	10,0%	10,3%	10,6%
33,5%	14,33	13,60	12,92	12,29	11,71
33,8%	14,44	13,70	13,02	12,39	11,80
34,0%	14,55	13,81	<b>13,12</b>	12,49	11,89
34,3%	14,66	13,92	13,23	12,58	11,98
34,5%	14,77	14,02	13,33	12,68	12,07

## ANHANG

### I.

#### Research unter MiFID II

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

### II.

#### §1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

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

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

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

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

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

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

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

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

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

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

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

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

#### **§ 2 (I) Aktualisierung:**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**§ 2 (IV) Informationsbasis:**

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

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

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

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

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

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

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

### **§ 2 (V) 3. Compliance:**

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

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

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

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

**Julien Desrosiers, Finanzanalyst**

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

### **§ 3 Urheberrechte**

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

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

E-Mail: [compliance@GBC-AG.de](mailto:compliance@GBC-AG.de)



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

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