

Zefiro Methane Corp. *5a,11

Starkes Wachstum auf Basis einer umfangreichen Pipeline erwartet

Branche: Umweltdienstleistungen
Fokus: Verschließen und Monitoring von Bohrlöchern, Carbon Credits
Gründung: 2018 (Caden Capital Corp.)
1970 (Plants & Goodwin)

Mitarbeiter: ca. 150
Firmensitz: Bradford (Pennsylvania);
Vancouver (Registered Office)
Vorstand: C. Flax, C. Loeffler, J. Sun,
D. Heald, H. Moawalla

Die Zefiro Methane Corp. ist ein börsennotiertes Umweltdienstleistungsunternehmen, das seinen operativen Schwerpunkt in den USA hat. Es bietet integrierte Dienstleistungen zur Identifikation, Messung und Reduzierung von Methanemissionen aus stillgelegten, verwaisten und nicht ordnungsgemäß verschlossenen Öl- und Gasbohrlochern an. Das Leistungsspektrum umfasst insbesondere Methanmessungen, technische Planung, Bohrlochstilllegung, Cementing-, Wireline- und Transportleistungen sowie die Entwicklung und Vermarktung von Carbon Credits. Die operativen Aktivitäten werden vor allem über die Tochtergesellschaften Plants & Goodwin und Appalachian Well Surveys durchgeführt. Während Plants & Goodwin über mehr als 50 Jahre Erfahrung bei der Stilllegung von Öl- und Gasbohrlochern verfügt, stellt Appalachian Well Surveys ergänzende technische Dienstleistungen bereit. Neben staatlich finanzierten Orphan-Well-Programmen bedient das Unternehmen private Energieproduzenten und Infrastrukturbetreiber.

in Mio. USD	GJ 24/25	GJ 25/26	GJ 26/27e	GJ 27/28e	GJ 28/29e
Umsatz	32,41	42,49	57,92	66,85	75,21
EBITDA	-4,75	0,60	10,02	12,22	15,04
EBIT	-8,53	-2,75	6,31	8,21	11,33
Jahresüberschuss	-10,76	-3,55	4,21	5,77	8,31
Gewinn je Aktie	-0,15	-0,04	0,04	0,05	0,08
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EV/Umsatz	1,77	1,35	0,99	0,86	0,76
EV/EBITDA	neg.	94,97	5,71	4,69	3,81
EV/EBIT	neg.	neg.	9,08	6,97	5,05
KGv	neg.	neg.	10,58	7,71	5,36
KBV	56,75	6,17			

Investment Case

- **Dynamischer Wachstumsmarkt:** Millionen unzureichend verschlossene Öl- und Gasbohrungen schaffen einen langfristigen Sanierungsbedarf in den USA.
- **Integrierte Plattform:** P&G und AWS decken wesentliche Leistungen von Wireline und Zementierung bis zur Stilllegung und Rekultivierung aus einer Hand ab.
- **Operative Trendwende:** Seit dem Managementwechsel sind deutliche Verbesserungen bei Umsatz, EBITDA und Kostenstruktur sichtbar.
- **Hohe Umsatzvisibilität:** Mehrjährige staatliche Aufträge und laufende Projekte bilden eine belastbare Basis für die Prognosen der kommenden Geschäftsjahre.
- **Skalierbare Kapazitätserweiterung:** Die Viking-Ausrüstung erhöht die verfügbare Rig-Kapazität und unterstützt die regionale Expansion sowie das Wachstum mit Privatkunden.
- **Margenstarke Zusatzoption:** Die Wiederaufnahme des Carbon-Credit-Geschäfts könnte zusätzliche Erlöse mit überdurchschnittlichen Margen ermöglichen.
- **Bewertung:** Bei einem ermittelten Kursziel in Höhe von 1,50 USD (2,15 CAD) liegt ein hohes Kurspotenzial vor und wir vergeben daher das Rating KAUFEN.

Rating: KAUFEN

Kursziel: 1,50 USD (2,15 CAD*)

*(1,00 CAD = 0,70 USD; 06.10.26; 06:46 UTC)

Aktie und Stammdaten



Kurs vom 05.10.26 (15:30)	0,41 USD
Ticker (Bloomberg)	ZEFIF:US
ISIN	CA98926D1069
WKN	A3DVHU
Aktienzahl (in Mio.)	108,51
MCap (in Mio. USD)	44,49
EV (in Mio. USD)	57,25
Börse	Frankfurt,
GJ-Ende	30.06.
Rechnungslegung	IFRS

Finanztermine

spätestens: 14.11.26	Q1 26/27
spätestens: 14.02.27	Q2 26/27
spätestens: 15.05.27	Q3 26/27

Analysten

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

Letzter GBC Research

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in USD / Rating
21.07.2026/ RS / 1,50 / KAUFEN
** oben aufgeführte Researchstudien können unter
www.gbc-ag.de eingesehen werden

Fertigstellung: 12.10.2026 (16:15 Uhr)
Erste Weitergabe: 13.10.2026 (10:30 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 30.06.2027

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf S. 17

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis sowie die Offenlegung möglicher Interessenkonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 14.

Hinweis gemäß MiFID-II-Regulierung für Research „Geringfügige nichtmonetäre Zuwendung“: Vorliegendes Research erfüllt nach Einschätzung der GBC AG die Voraussetzungen für die Einstufung als „geringfügige nichtmonetäre Zuwendung“. Nähere Informationen hierzu finden Sie in der Offenlegung unter „I. Research unter MiFID II“.

Hinweis zu Issuer-Sponsored Research: Vorliegende Researchstudie ist Issuer-Sponsored Research und wurde in Übereinstimmung mit dem EU-Verhaltenskodex (EU Code of Conduct) für Issuer-Sponsored Research erstellt.

UNTERNEHMENSPROFIL

Die Zefiro Methane Corp. ist ein börsennotiertes Umweltdienstleistungsunternehmen mit operativem Schwerpunkt in den USA. Das Unternehmen hat sich auf die Identifikation, Messung und Reduzierung von Methanemissionen aus stillgelegten, aufgegebenen und verwaisten Öl- und Gasbohrungen spezialisiert. Das Geschäftsmodell verbindet die technische Stilllegung und Sanierung von Bohrlöchern mit der Entwicklung und Vermarktung von Emissionszertifikaten. Während der Geschäftsbereich „Environmental Services“ die wesentliche Umsatzbasis bildet, eröffnet der Geschäftsbereich „Environmental Markets“, in dem das Carbon-Credit-Geschäft enthalten ist, die Möglichkeit, aus nachweislich vermiedenen Methanemissionen zusätzliche Erlöse zu erzielen.

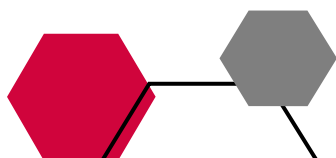
Die heutige Unternehmensstruktur wurde maßgeblich durch den Erwerb der Plants & Goodwin Inc. (P&G) im Mai 2023 und der Appalachian Well Surveys Inc. (AWS) im Dezember 2023 geprägt. P&G verfügt über mehr als 50 Jahre Erfahrung in der Stilllegung von Öl- und Gasbohrungen und bildet die zentrale operative Plattform des Konzerns. Durch die Übernahme von AWS wurde das Leistungsspektrum insbesondere um spezialisierte Wireline- und Bohrlochservices erweitert. Die vormals eigenständigen operativen Aktivitäten von AWS wurden inzwischen in P&G integriert. Im Mai 2026 erfolgte durch den Erwerb von fünf Service-Rigs und weiterer Ausrüstung von Viking Well Service eine zusätzliche Erweiterung der operativen Kapazitäten.

Environmental Services als Kern des Geschäftsmodells

Der Fokus des operativen Geschäfts liegt auf der fachgerechten Stilllegung und Sanierung von Öl- und Gasbohrungen. Der Hintergrund ist, dass nicht ordnungsgemäß verschlossene Bohrlöcher auch nach dem Ende ihrer wirtschaftlichen Nutzung Methan und andere Gase freisetzen können. Darüber hinaus bestehen Risiken für Boden und Grundwasser sowie mögliche Einschränkungen bei der späteren Nutzung betroffener Grundstücke. Dieses Problem ist besonders relevant im Appalachian Basin, wo Zefiro bereits über operative Kapazitäten, entsprechende Zulassungen und langjährige Kundenbeziehungen verfügt.

Das Leistungsspektrum umfasst insbesondere die technische Vorbereitung und Durchführung von Stilllegungsprojekten, den Einsatz von Service-Rigs sowie Cementing- und Wireline-Dienstleistungen. Darüber hinaus gehören Transport- und ergänzende Bauleistungen dazu. Im Bereich des Environmental Monitoring werden darüber hinaus Methanemissionen mithilfe spezieller Messgeräte identifiziert und quantifiziert. Dadurch kann die Gesellschaft wesentliche Arbeitsschritte eines Stilllegungsprojekts innerhalb der eigenen Unternehmensgruppe abdecken. Dies reduziert die Abhängigkeit von externen Dienstleistern und ermöglicht eine koordinierte Durchführung komplexer Sanierungsmaßnahmen.

Die Kundenbasis setzt sich im Wesentlichen aus staatlichen Auftraggebern und Unternehmen der Privatwirtschaft zusammen. Ein bedeutender Teil der Nachfrage entfällt auf staatlich finanzierte Programme zur Stilllegung verwaister Bohrlöcher (Orphan Wells), für die kein verantwortlicher oder zahlungsfähiger Betreiber mehr zur Verfügung steht. Daneben erbringt Zefiro Dienstleistungen für private Öl- und Gasproduzenten sowie für Unternehmen, die im Zuge von Infrastruktur- und Entwicklungsprojekten bestehende Bohrlöcher stilllegen oder sanieren müssen. Die Vergütung erfolgt überwiegend projektbezogen beziehungsweise auf Grundlage vertraglich vereinbarter Dienstleistungen.

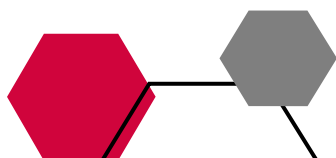


Environmental Markets als ergänzende Erlösquelle

Neben dem operativen Dienstleistungsgeschäft entwickelt Zefiro im Geschäftsfeld „Environmental Markets“ handelbare Emissionszertifikate. Hierzu werden zunächst die Methanemissionen geeigneter Bohrlöcher gemessen und anschließend die durch deren Stilllegung vermiedenen Emissionen nach einer anerkannten Methodik quantifiziert und verifiziert. Auf dieser Grundlage können Zertifikate generiert und an Unternehmen verkauft werden, die freiwillig Emissionen kompensieren möchten.

Mit dem Verkauf seiner ersten Carbon Credits aus einem Projekt in Oklahoma hat Zefiro bereits die wirtschaftliche Tragfähigkeit dieses Geschäftsbereichs unter Beweis gestellt. Das Geschäft mit Carbon Credits befindet sich jedoch noch in einem frühen Entwicklungsstadium. Das American Carbon Registry (ACR) überarbeitet derzeit seine Methodik zur Quantifizierung der Methanemissionsminderungen durch die Verschließung stillgelegter Öl- und Gasbohrlöcher. Dennoch können förderfähige Projekte weiterhin gemäß Version 1.0 der Methodik abgeschlossen werden, während bereits ausgestellte Zertifikate davon unberührt bleiben. Die überarbeitete Methodik soll den Rahmen für die künftige Projektentwicklung und die Generierung von Zertifikaten bilden. Dementsprechend hängen Zeitpunkt und Umfang künftiger Umsatzbeiträge von der Förderfähigkeit der Projekte, den Verifizierungsverfahren und der Nachfrage auf dem freiwilligen Markt für Carbon Credits ab.

Insgesamt basiert das Geschäftsmodell von Zefiro somit auf zwei miteinander verbundenen Geschäftsfeldern. Einerseits auf dem operativen, überwiegend projektfinanzierten Geschäft mit der Stilllegung und Sanierung von Bohrlöchern, andererseits auf der ergänzenden Monetarisierung nachweislich vermiedener Methanemissionen. Die vorhandenen technischen Kapazitäten und die regionale Präsenz bilden dabei die Grundlage für die weitere Ausweitung des operativen Geschäfts.



GESCHÄFTSENTWICKLUNG GJ 2025/2026

GuV in Mio. USD	GJ 2022/23	GJ 2023/24	GJ 2024/25	GJ 2025/26
Umsatz	5,98	32,75	32,41	42,49
EBITDA*	-0,53	-1,77	-4,75	0,60
EBIT	-0,98	-5,40	-8,53	-2,75
Jahresüberschuss	-1,81	-6,94	-10,76	-3,55

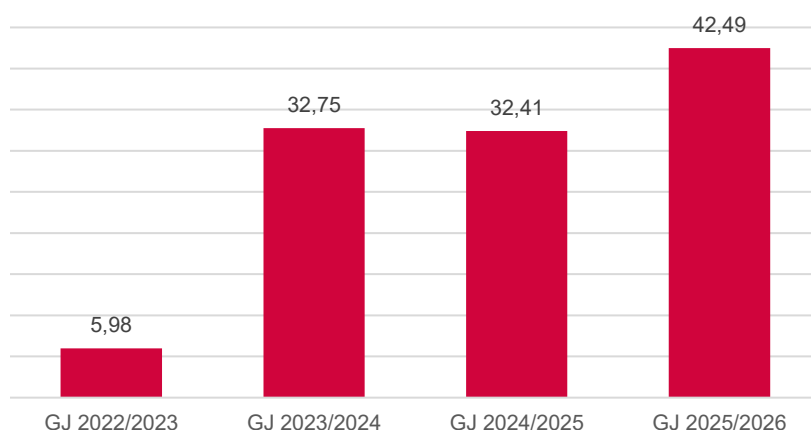
Quelle: Zefiro Methane Corp.; GBC AG; *gemäß GBC-Berechnungen

Umsatzentwicklung GJ 2025/26

Die Zefiro Methane Corp. hat im Geschäftsjahr 2025/26 mit einem Umsatzzanstieg in Höhe von 31,1 % auf 42,49 Mio. USD (VJ: 32,41 Mio. USD) ihren Wachstumskurs fortgesetzt und damit die nach dem Managementwechsel eingeleitete operative Trendwende bestätigt. Grundlage für den starken Umsatzzanstieg ist die vom neuen Management forcierte Neuausrichtung auf die Kerngeschäfte Bohrlochverschluss und Methan-Monitoring. Im Gegensatz zu den vergangenen Geschäftsjahren profitierte die Umsatzentwicklung des abgelaufenen Geschäftsjahres dabei nur sehr gering von anorganischen Umsatzeffekten, sodass hier eine mehrheitlich organische Entwicklung vorliegt. Zwar wurden durch den Erwerb der Viking-Verögenswerte im Mai 2026 zusätzliche operative Kapazitäten geschaffen, deren Umsatzbeitrag beschränkte sich jedoch auf die letzten beiden Monate des Geschäftsjahres.

Trotz der hohen Dynamik lagen die Umsätze unter unserer Prognose von 45,18 Mio. USD (siehe Studie vom 21.07.2026). Dies ist insbesondere vor dem Hintergrund der schwächeren Umsatzentwicklung im vierten Quartal zu sehen. Zwar stiegen die Quartalsumsätze gegenüber dem Vorjahr um 16,7 % auf 9,30 Mio. USD (Q4 24/25: 7,97 Mio. USD), jedoch war das vierte Quartal im unterjährigen Vergleich das schwächste des Geschäftsjahres 2025/26. Das Management führt dies auf saisonale Effekte sowie das Ausbleiben von Carbon-Credit-Verkäufen zurück. Zudem befanden sich die neu erworbenen Viking-Kapazitäten und die im Berichtsquartal angelaufenen Projekte noch in der Hochlaufphase.

Umsatzentwicklung auf Gesamtjahresbasis (in Mio. USD)



Quelle: Zefiro Methane Corp.; GBC AG

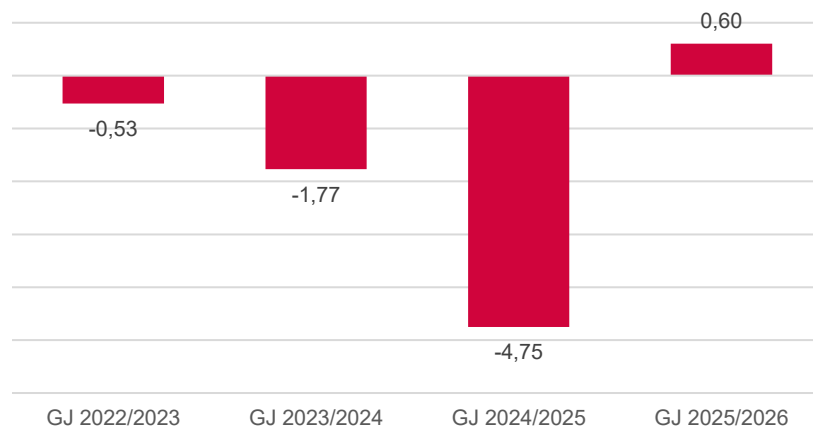
Die positive Umsatzentwicklung wurde insbesondere durch die Ausweitung der Well-Plugging-Aktivitäten erzielt. Wesentliche Beiträge dazu lieferten die staatlich

finanzierten Sanierungsprojekte im US-Bundesstaat Ohio. Hierzu zählt das Projekt „Wood 12F“ mit einem Gesamtvolumen von rund 4,5 Mio. USD, bei dem bis zum Ende des Geschäftsjahres 27 von 37 Bohrlöchern stillgelegt wurden. Hervorzuheben ist auch das Louisiana-Projekt mit einem Volumen von über 5 Mio. USD, welches vorzeitig im dritten Quartal 2025/26 erfolgreich abgeschlossen wurde. Weitere Umsatzimpulse resultierten aus der Stilllegung von Abwasserinjektionsbohrungen für einen privaten Betreiber, wodurch im Berichtsjahr rund 1,4 Mio. USD erwirtschaftet wurden. Darüber hinaus wurde das Geschäft mit einem großen US-Erdgasproduzenten ausgebaut, für den Zefiro zusätzliche Bohranlagen in West Virginia einsetzte.

Ergebnisentwicklung GJ 2025/26

Analog zur Umsatzentwicklung gelang Zefiro mit einem Anstieg des EBITDA auf 0,60 Mio. USD (VJ: -4,75 Mio. USD) der operative Ergebnis-Turnaround. Nach dem Managementwechsel im Juni 2025 richtete Zefiro die operative Steuerung stärker auf cashflow-generierende Kernleistungen und eine striktere Kostenkontrolle aus. Laut Unternehmensangaben wurden Initiativen, die nicht ausreichend auf das Kerngeschäft ausgerichtet waren, zurückgefahren, operative Prozesse disziplinierter gesteuert und Kostenpositionen reduziert, um die Rentabilität zu erhöhen. Die in diesem Research Report dargestellten EBITDA-Zahlen werden von der GBC AG auf der Grundlage der vom Unternehmen veröffentlichten Jahresabschlüsse eigenständig berechnet. Sie können daher von den von Zefiro Methane Corp. ausgewiesenen EBITDA- und bereinigten EBITDA-Zahlen abweichen, insbesondere hinsichtlich der Behandlung einmaliger Aufwendungen und anderer Anpassungen. Das vom Unternehmen ausgewiesene bereinigte EBITDA belief sich im GJ 2025/26 auf 3,8 Mio. USD (Vorjahr: -4,0 Mio. USD).

EBITDA*-Entwicklung auf Gesamtjahresbasis (in Mio. USD)



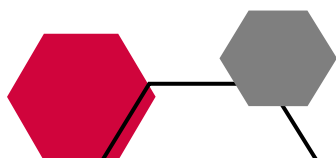
Quelle: Zefiro Methane Corp.; GBC AG; *gemäß GBC-Berechnungen

Dies führte einerseits zu einer überproportionalen Verbesserung des Bruttoergebnisses auf 12,40 Mio. USD (VJ: 7,47 Mio. USD) und somit zu einer Steigerung der Bruttomarge auf 29,2 % (VJ: 23,0 %). Wesentlicher Treiber dieser Entwicklung war die verbesserte Auslastung der bestehenden operativen Ressourcen, wodurch sich die direkten Personalkosten, die in den Umsatzkosten enthalten sind, nur unterproportional erhöhten. Gegenläufig wirkten sich höhere Aufwendungen für Fremdleistungen, Material und angemietetes Equipment, insbesondere im Zusammenhang mit den Projekten in Louisiana und Ohio aus.

Zusätzlich dazu reduzierte das Management den allgemeinen Verwaltungsaufwand auf 1,95 Mio. USD (VJ: 3,46 Mio. USD) sowie die in den Overhead-Kosten

enthaltenen Löhne auf 5,13 Mio. USD (VJ: 5,76 Mio. USD). Insgesamt reduzierten sich somit die von uns als Overhead-Kosten klassifizierten Aufwendungen auf 11,79 Mio. USD (VJ: 12,22 Mio. USD). In diesem Betrag sind auch Sonderaufwendungen im Zusammenhang mit der Vikings-Akquisition, Shares-for-Debt-Settlements sowie außerordentliche Abschreibungen im Zusammenhang mit der erstmaligen Bilanzierung der Vikings-Assets enthalten. Der dargestellte EBITDA-Sprung auf 0,60 Mio. USD (VJ: -4,75 Mio. USD) fällt in der von der Gesellschaft berichteten Adjusted-EBITDA-Kennzahl sogar noch stärker aus. Diese stieg auf 3,80 Mio. USD (VJ: -4,00 Mio. USD). Die von GBC verwendete EBITDA-Kennzahl basiert auf der eigenen Ergebnisableitung und berücksichtigt nicht sämtliche vom Unternehmen vorgenommenen Adjustierungen.

Die spürbare EBITDA-Verbesserung führte nach Abzug der Abschreibungen zu einem starken Anstieg des EBIT auf -2,75 Mio. USD (VJ: -8,53 Mio. USD) und des Nachsteuerergebnisses auf -3,54 Mio. USD (VJ: -10,63 Mio. USD). In unseren Prognosen hatten wir zwar auch ein negatives Nachsteuerergebnis in Höhe von -1,17 Mio. USD antizipiert. Aufgrund der unter unseren Erwartungen liegenden Umsatzerlöse wurden jedoch auch auf dieser Ergebnisebene unsere Schätzungen verfehlt.



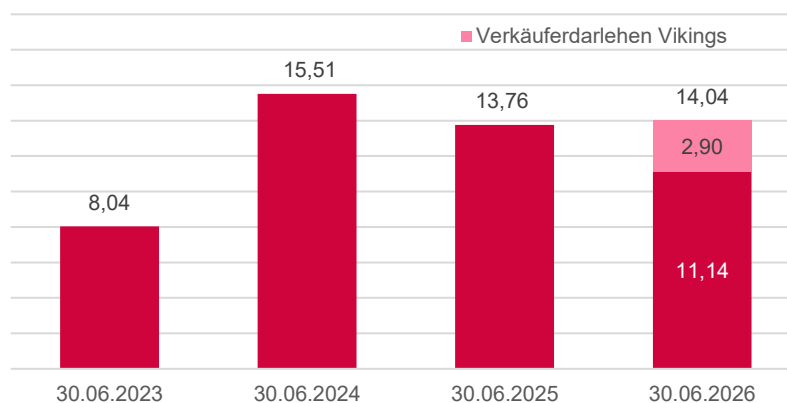
Bilanz- und Finanzlage zum 30.06.2026

in Mio. USD	30.06.2023	30.06.2024	30.06.2025	30.06.2026
Eigenkapital	10,95	8,68	0,78	7,21
EK-Quote	47,2%	30,0%	3,8%	26,7%
Finanzielle Verbindlichkeiten	8,04	15,51	13,76	14,04
Anlagevermögen	15,79	16,11	13,37	16,13
Goodwill	0,00	2,40	2,40	2,40
Working Capital	5,22	7,29	1,28	3,26
Liquide Mittel	0,89	0,98	0,05	1,09
Cashflow (operativ)	-2,75	-2,02	1,58	-0,21
Cashflow (Investition)	2,88	-4,09	-1,88	-1,92
Cashflow (Finanzierung)	-0,28	6,19	-0,58	3,20

Quelle: Zefiro Methane Corp.; GBC AG

Die Entwicklung der Bilanzkennzahlen im Geschäftsjahr 2025/26 war unter anderem durch den Erwerb der operativen Vermögenswerte von Viking Well Service im Mai 2026 geprägt. Im Rahmen dieser Transaktion übernahm Zefiro fünf Service-Rigs sowie weitere Maschinen, Fahrzeuge und Ausrüstungsgegenstände zu einem Gesamtkaufpreis von 4,30 Mio. USD. Davon wurden 1,40 Mio. USD unmittelbar aus liquiden Mitteln beglichen, während die verbleibenden 2,90 Mio. USD über ein Verkäuferdarlehen finanziert wurden. Die Transaktion führte entsprechend einerseits zu einem Anstieg des Sachanlagevermögens auf 16,13 Mio. USD (30.06.25: 13,37 Mio. USD) und andererseits zu einer Erhöhung der Finanzverbindlichkeiten auf 14,04 Mio. USD (30.06.25: 13,76 Mio. USD) sowie zu einem Zahlungsmittelabfluss. Das Verkäuferdarlehen ist mit 7,0 % verzinst und sieht neben monatlichen Tilgungen eine Schlusszahlung zum 30. April 2027 vor.

Entwicklung der Finanzverschuldung (in Mio. USD)



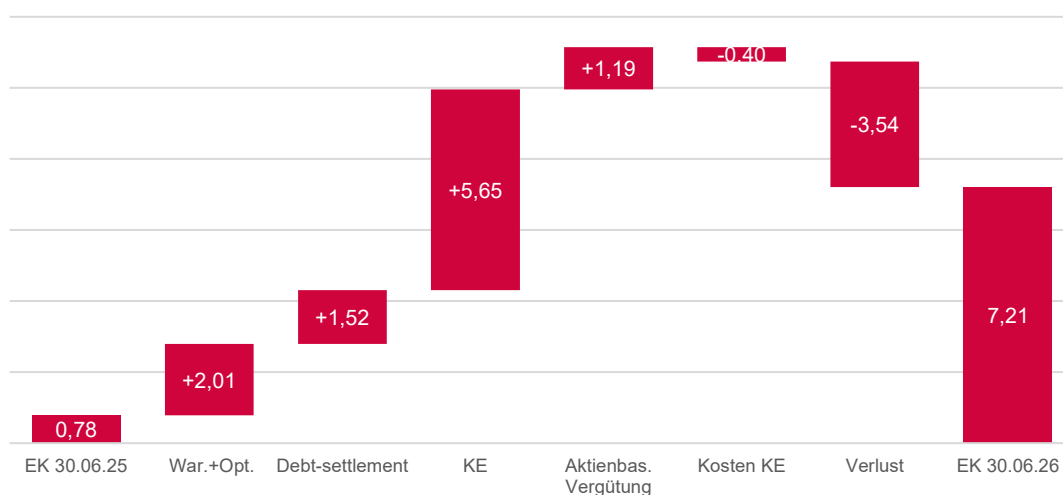
Quelle: Zefiro Methane Corp.; GBC AG

Der Zugang des Vikings-Verkäuferdarlehens in Höhe von 2,90 Mio. USD führte allerdings nicht zu einem entsprechenden Anstieg der gesamten Finanzverbindlichkeiten. Dies ist auf die vom neuen Management ergriffenen Maßnahmen zur Rückführung bestehender Darlehen zurückzuführen. Ohne Berücksichtigung des Viking-Verkäuferdarlehens hätten sich diese auf 11,14 Mio. USD reduziert. Insbesondere wurden hochverzinsten Verbindlichkeiten wie der „Secured Loan“ und die „Zefiro USA Note“ im Berichtszeitraum deutlich reduziert. Neben regulären Tilgungen erfolgte die Rückführung bestehender Verbindlichkeiten teilweise auch durch die Ausgabe neuer Aktien beziehungsweise die Verrechnung von Erlösen aus der Ausübung von Warrants.

Besonders auffällig ist der starke Anstieg des Eigenkapitals auf 7,21 Mio. USD (30.06.2025: 0,78 Mio. USD). Im Geschäftsjahr 2025/26 hat Zefiro durch mehrere Kapitalmaßnahmen die Eigenkapitalbasis deutlich gestärkt. Im Mittelpunkt standen zwei Privatplatzierungen im April und Juni 2026, bei denen insgesamt 14,45 Mio. neue Aktien ausgegeben wurden und Bruttoemissionserlöse von 5,65 Mio. USD erzielt wurden. Nach Abzug der zahlungswirksamen Emissionskosten von 0,40 Mio. USD ergab sich daraus ein Liquiditätszugang von rund 5,25 Mio. USD. Die Kapitalerhöhungen dienten unter anderem der Finanzierung des Viking-Erwerbs und der Stärkung der finanziellen Handlungsfähigkeit. Im Rahmen beider Platzierungen wurden neben den Aktien zusätzliche Warrants ausgegeben.

Darüber hinaus wurden durch die Ausübung bestehender Warrants insgesamt 12,11 Mio. neue Aktien ausgegeben. Allerdings war damit nur teilweise ein Zahlungsmittelzufluss verbunden, da ein wesentlicher Teil der Ausübungserlöse mit bestehenden Darlehensverbindlichkeiten verrechnet wurde. Zusätzlich wurden 5,09 Mio. Aktien zur Begleichung von Finanzverbindlichkeiten und sonstigen Verbindlichkeiten ausgegeben. Diese Maßnahmen führten somit zu einer Stärkung des Eigenkapitals bei gleichzeitiger Reduzierung der Verschuldung, ohne dass hierfür entsprechende liquide Mittel eingesetzt werden mussten.

Eigenkapital-Brücke (in Mio. USD)



Quelle: Zefiro Methane Corp.; GBC AG

Die zuvor dargestellten Kapitalmaßnahmen spiegeln sich auch in der Entwicklung der Cashflows wider. Trotz der deutlichen Ergebnisverbesserung lag der operative Cashflow im Geschäftsjahr 2025/26 mit -0,21 Mio. USD (VJ: 1,58 Mio. USD) unter dem Wert des Vorjahres. Ausschlaggebend hierfür war insbesondere die höhere Mittelbindung durch den Anstieg des Working Capitals um 1,99 Mio. USD. Der Investitions-Cashflow belief sich auf -1,92 Mio. USD (VJ: -1,88 Mio. USD) und war maßgeblich durch die Barzahlung von 1,40 Mio. USD für den Erwerb der Viking-Vermögenswerte geprägt. Demgegenüber führte die Finanzierungstätigkeit, insbesondere aufgrund der durchgeführten Kapitalerhöhungen, zu einem positiven Finanzierungs-Cashflow von 3,20 Mio. USD (VJ: -0,58 Mio. USD). Insgesamt erhöhte sich der Zahlungsmittelbestand damit auf 1,09 Mio. USD (VJ: 0,05 Mio. USD).

PROGNOSE UND MODELLANNAHMEN

GuV in Mio. USD	GJ 2025/26	GJ 2026/27e	GJ 2027/28e	GJ 2028/29e
Umsatz	42,49	57,92	66,85	75,21
EBITDA	0,60	10,02	12,22	15,04
EBIT	-2,75	6,31	8,21	11,33
JÜ	-3,55	4,21	5,77	8,31

Quelle: GBC AG

Die operative Entwicklung im abgelaufenen Geschäftsjahr 2025/26 war insbesondere im vierten Quartal durch vorbereitende Maßnahmen zur Bewältigung der deutlich ausgeweiteten Projektpipeline geprägt. Hierzu zählten die Integration der im Mai 2026 erworbenen Viking-Ausrüstung, die Mobilisierung zusätzlicher Kapazitäten für den Großauftrag des Ohio Department of Natural Resources (ODNR) sowie der Aufbau personeller Ressourcen. Die damit verbundenen Anlauf- und Integrationskosten belasteten zunächst die Ergebnisentwicklung, während die neuen Kapazitäten noch nicht vollständig ausgelastet waren. Aus unserer Sicht bilden diese Maßnahmen jedoch eine wichtige Grundlage für die erwartete Umsatz- und Ergebnissteigerung im Geschäftsjahr 2026/27.

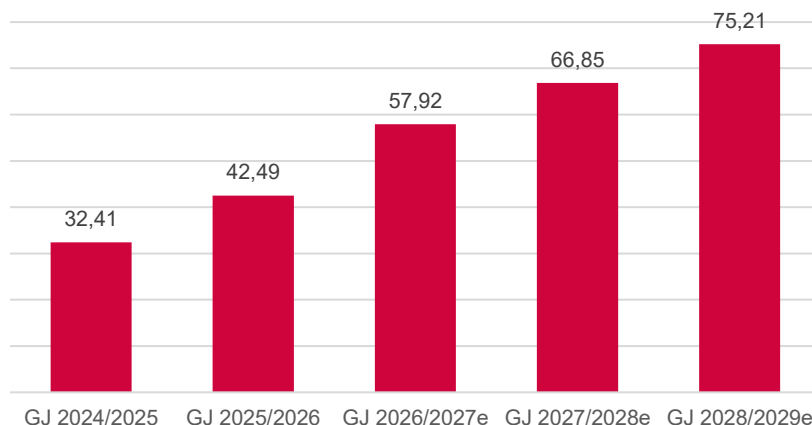
Die Grundlage unserer Wachstumserwartungen bildet die, gemäß Unternehmensangaben, größte vertraglich gesicherte Projektpipeline in der bisherigen Unternehmensgeschichte. Hervorzuheben ist der dreijährige ODNR-Auftrag mit einem Gesamtvolumen von 19,60 Mio. USD, dessen Umsetzung im Juni 2026 begonnen hat und der rund 200 Bohrlöcher umfasst. Zusätzliche Potenziale ergeben sich aus der im Juli 2026 vereinbarten Partnerschaft mit der Well Done Foundation. Neben einer bereits erteilten Bestellung über zehn Bohrlöcher wurden für 2027 weitere 20 Bohrlöcher sowie ein mögliches Gesamtpotenzial von rund 70 Bohrlöchern in Aussicht gestellt. Im September 2026 erhielt Zefiro zudem einen weiteren, staatlich finanzierten Stilllegungsauftrag über 11,50 Mio. USD, dessen Umsetzung von November 2026 bis Juni 2029 vorgesehen ist. Die deutlich ausgeweitete Projektpipeline erhöht somit die Sichtbarkeit der künftigen Umsatzentwicklung und unterstützt unsere unveränderten Prognosen.

Neben den bereits gewonnenen Großaufträgen erwarten wir zusätzliche Wachstumsimpulse durch die zunehmende Auslastung der im Mai 2026 erworbenen Viking-Kapazitäten und den Ausbau des Privatkundengeschäfts. Die fünf zusätzlichen Service-Rigs erhöhen nach Unternehmensangaben die jährliche Umsatzkapazität um rund 10 Mio. USD. Wir unterstellen dabei einen schrittweisen Anstieg der Kapazitätsauslastung. Für eine steigende Auslastung sprechen insbesondere die Gewinnung von vier neuen Unternehmenskunden im Juni 2026 sowie die Ausweitung bestehender Kundenprojekte. Darüber hinaus eröffnet die geografische Expansion in fünf zusätzliche Bundesstaaten weitere Möglichkeiten zur Gewinnung staatlicher und privatwirtschaftlicher Aufträge. Zusätzliche Nachfragepotenziale sieht die Gesellschaft insbesondere bei der Sanierung ehemaliger Bohrlöcher im Zusammenhang mit Infrastruktur- und Rechenzentrumsprojekten.

Mittelfristig ergeben sich aus dem Carbon-Credit-Geschäft zusätzliche Wachstumsschancen. Nach der vorübergehenden Aussetzung der bisherigen ACR-Methodik erwarten wir in der ersten Hälfte des Geschäftsjahres 2026/27 keinen wesentlichen Umsatzbeitrag aus diesem Bereich. Das Unternehmensmanagement erwartet die Veröffentlichung der neuen Berechnungsmethodik für das laufende Kalenderjahr 2026 bzw. Anfang 2027.

Wir behalten unsere Umsatzschätzungen gegenüber unserer letzten Research-Studie (siehe Studie vom 21.07.2026) unverändert bei und ergänzen sie um die Schätzung für das Geschäftsjahr 2028/29. Somit liegt weiterhin ein konkreter Schätzzeitraum von drei Jahren vor. Für das laufende Geschäftsjahr 2026/27 unterstellen wir aufgrund der durch den Vikings-Erwerb umgesetzten Kapazitätsausweitung eine Fortsetzung des dynamischen Umsatzanstiegs und erwarten ein Umsatzplus von 36,3 %. Für die kommenden Geschäftsjahre rechnen wir mit einer Reduktion der Umsatzdynamik und unterstellen Steigerungsraten von 15,4 % (GJ 2027/28) bzw. 12,5 % (GJ 2028/29).

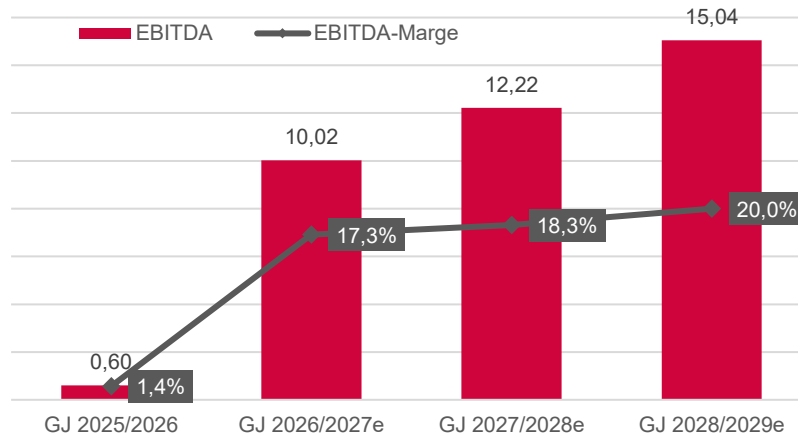
Umsatzprognosen (in Mio. USD)



Quelle: GBC AG

Die Entwicklung der Umsatzkosten und somit des Bruttoergebnisses ist ein zentraler Faktor für die Ergebnisentwicklung. Laut Management wird die Umsatzkostenquote insbesondere von der Auslastung der vorhandenen Crews und Anlagen, der Saisonalität und dem jeweiligen Projektprofil beeinflusst. Zugleich gewinnt die Vertragsstruktur an Bedeutung. Während Kostenüberschreitungen bei Festpreisprojekten unmittelbar die Marge belasten, reduziert sich dieses Risiko bei Verträgen, die auf Tagessätzen beziehungsweise „Time and Materials“ basieren. In diesen Fällen wird Zefiro für die tatsächlich eingesetzten Arbeitstage, Mitarbeiter und Leistungen vergütet. Das Management erwartet, dass der zunehmende Anteil größerer, mehrjähriger Day-Rate-Projekte die Ergebnisvolatilität verringert und die Bruttomargen planbarer macht.

Prognose EBITDA (in Mio. USD) und EBITDA-Marge

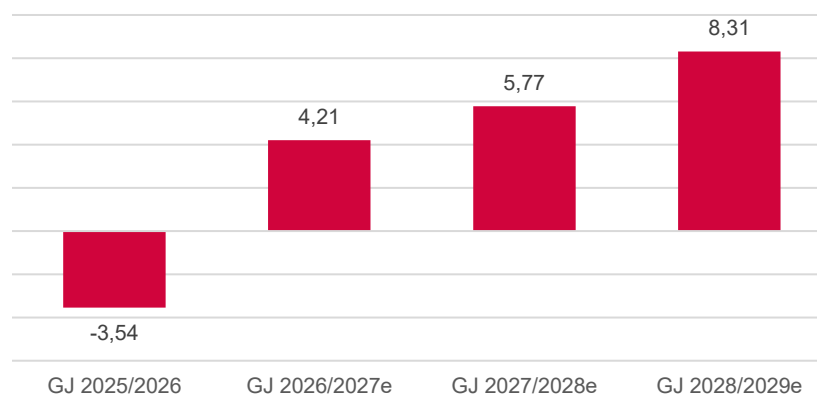


Quelle: GBC AG

Unterhalb des von uns unterstellten Anstiegs der Bruttomarge und der damit überproportionalen Entwicklung des Bruttoergebnisses sollte die Gesellschaft zwar einen Anstieg der operativen Aufwendungen (Personalaufwand und Verwaltungskosten) vorweisen, insgesamt sollte sich der spürbare Anstieg des Bruttoergebnisses aber in einer signifikanten Verbesserung des EBITDA wiederfinden. Für das laufende Geschäftsjahr rechnen wir unverändert mit einem deutlichen Anstieg des EBITDA. Bis zum Geschäftsjahr 2028/29, unserer letzten konkreten Schätzperiode, erwarten wir das Erreichen einer EBITDA-Marge von 20 %.

Bei der Berechnung des erwarteten Nachsteuerergebnisses haben wir die vom Management erreichten Verbesserungen bei der Finanzierungsstruktur berücksichtigt. Diese bestanden vor allem aus der Rückführung hochverzinslicher Finanzverbindlichkeiten. Allen voran ist die Reduzierung hochverzinslicher Finanzverbindlichkeiten zu nennen, wie etwa die Rückzahlung der „Zefiro USA Note“ (Zinssatz: 15 %) und des Großteils des „Secured Loan“ (Zinssatz: 18 %) im Rahmen eines Equity Settlements. Die verbleibende hochverzinsliche Verbindlichkeit von rund 0,70 Mio. USD sowie die noch verbliebenen AWS-Verbindlichkeiten, die im November 2026 fällig werden, sollen entweder aus den erwarteten operativen Cashflows zurückgeführt oder erneut über eine eigenkapitalbasierte Lösung abgelöst werden. Unter Berücksichtigung des Viking-Verkäuferdarlehens in Höhe von rund 2,9 Mio. USD (Zinssatz: 7,0 %) erwarten wir eine Verbesserung des Finanzaufwands. Dies sollte sich im Nachsteuerergebnis widerspiegeln, welches nach unseren Prognosen im laufenden Geschäftsjahr den Break-Even deutlich übertreffen sollte.

Prognose Nachsteuerergebnis (in Mio. USD)



Quelle: GBC AG

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die Zefiro Methane Corp. wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2026/27 bis 2028/29 in Phase 1, erfolgt bis zum Geschäftsjahr 2033/34 die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 12,5 %. In der konkreten Schätzperiode rechnen wir mit einem Anstieg der EBITDA-Marge auf bis zu 20,0 %. Diesen Wert nehmen wir als Ziel-EBITDA-Marge für die Stetigkeitsphase des Bewertungsmodells an. Die von uns angenommene Steuerquote von 20 % (Endwert: 27 %) reflektiert zunächst die noch vorhandenen hohen steuerlichen Verlustvorträge der Gesellschaft. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 3,0 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der Zefiro Methane Corp. werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 25 Basispunkte gerundet. Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes ist 3,50 % (bisher: 3,00 %).

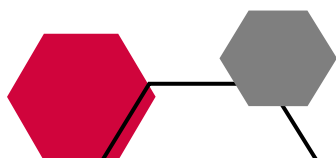
Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen. **Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,41.**

Die ausstehenden Optionen und Warrants wurden anhand des Black-Scholes-Modells bewertet. Der daraus resultierende theoretische Wert von 4,70 Mio. USD wurde vom Eigenkapitalwert abgezogen, anstatt eine vollständige Verwässerung über eine erhöhte Aktienzahl abzubilden.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 11,3 % (bisher: 10,8 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 85 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 10,74 % (bisher: 10,45 %).

Bewertungsergebnis

Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir ein unverändertes Kursziel in Höhe von 1,50 USD je Aktie ermittelt. Die unterschiedlichen Effekte (Einbeziehung neues Geschäftsjahr in die konkrete Prognose, Erhöhung des risikolosen Zinssatzes) haben sich dabei gegenseitig aufgehoben.



DCF Modell

Phase	estimate		consistency						final
in Mio. USD	GJ 26/27e	GJ 27/28e	GJ 28/29e	GJ 29/30e	GJ 30/31e	GJ 31/32e	GJ 32/33e	GJ 33/34e	
Umsatz	57,92	66,85	75,21	84,61	95,19	107,09	120,47	135,53	
Umsatzwachstum	36,3%	15,4%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	3,0%
EBITDA	10,02	12,22	15,04	16,92	19,04	21,42	24,09	27,11	
EBITDA-Marge	17,3%	18,3%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	
EBITA	6,31	8,21	11,33	13,48	16,00	18,67	21,56	24,72	
EBITA-Marge	10,9%	12,3%	15,1%	15,9%	16,8%	17,4%	17,9%	18,2%	18,7%
NOPLAT	5,05	6,57	9,07	10,78	12,80	14,93	17,24	19,77	
Working Capital (WC)	3,90	5,20	5,80	6,53	7,34	8,26	9,29	10,45	
Anlagevermögen (OAV)	14,68	14,01	12,30	10,86	9,82	9,07	8,53	8,14	
Investiertes Kapital	18,58	19,21	18,10	17,38	17,16	17,33	17,82	18,59	
Kapitalrendite	26,0%	35,3%	47,2%	59,6%	73,6%	87,0%	99,5%	111,0%	102,5%
EBITDA	10,02	12,22	15,04	16,92	19,04	21,42	24,09	27,11	
Steuern auf EBITA	-1,26	-1,64	-2,27	-2,70	-3,20	-3,73	-4,31	-4,94	
Veränderung OAV	-2,26	-3,34	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00	
Veränderung WC	-0,64	-1,30	-0,60	-0,73	-0,82	-0,92	-1,03	-1,16	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freier Cashflow	5,86	5,94	10,18	11,50	13,02	14,77	16,75	19,00	239,03

Entwicklung Kapitalkosten

risikolose Rendite	3,50%
Marktrisikoprämie	5,50%
Beta	1,41
Eigenkapitalkosten	11,28%
Zielgewichtung	85,00%
Fremdkapitalkosten	9,00%
Zielgewichtung	15,00%
Taxshield	14,66%
WACC	10,74%

Ermittlung fairer Wert

	GJ 26/27e	GJ 27/28e
Wert operatives Geschäft	175,09	187,95
Barwert expliziter FCFs	58,04	58,34
Barwert Continuing Value	117,05	129,62
Nettoschulden	7,95	3,01
Wert des Eigenkapitals	167,14	184,94
Black-Scholes	-4,70	-4,70
Wert des Aktienkapitals	162,44	180,24
Ausstehende Aktien in Mio.	108,51	108,51
Fairer Wert der Aktie in USD	1,50	1,66

Sensitivitätsanalyse

		WACC				
		10,1%	10,4%	10,7%	11,0%	11,3%
Kapitalrendite	102,0%	1,63	1,56	1,49	1,43	1,38
	102,2%	1,63	1,56	1,49	1,43	1,38
	102,5%	1,63	1,56	1,50	1,44	1,38
	102,7%	1,64	1,56	1,50	1,44	1,38
	103,0%	1,64	1,57	1,50	1,44	1,39

ANHANG

§1 Research unter MiFID II – geringfügige nichtmonetäre Zuwendung

- I. Zwischen der GBC AG als Researchanbieter und dem Emittenten besteht eine Vereinbarung über die unabhängige Erstellung, Veröffentlichung und Verbreitung von Research über den jeweiligen Emittenten. Die GBC AG wird hierfür vom Emittenten vergütet. Die bestehende Vertrags- und Vergütungsbeziehung wird in der jeweiligen Researchstudie offengelegt.
- II. Die Researchstudie wird nicht exklusiv einzelnen Wertpapierfirmen, Kunden oder Investoren zur Verfügung gestellt, sondern interessierten Wertpapierfirmen bzw. der Allgemeinheit zugänglich gemacht.
- III. Vollständig vom Emittenten vergütetes Issuer-Sponsored Research wird öffentlich und kostenfrei verfügbar gemacht.
- IV. Schriftliches Researchmaterial, das von einem Emittenten beauftragt und bezahlt wird, kann unter den Voraussetzungen des Art. 12 Abs. 3 Buchst. b der Delegierten Richtlinie (EU) 2017/593 als zulässige geringfügige nichtmonetäre Zuwendung eingestuft werden, sofern die Vertragsbeziehung klar offengelegt wird und das Material interessierten Wertpapierfirmen oder der Allgemeinheit zugänglich gemacht wird.
- V. Vorliegendes Research erfüllt nach Einschätzung der GBC AG diese Voraussetzungen. Die abschließende regulatorische Beurteilung der Annahme und Verwendung der Researchstudie obliegt der jeweils empfangenden Wertpapierfirma unter Berücksichtigung ihrer eigenen regulatorischen Verpflichtungen und Kundenbeziehungen.
- VI. Soweit die Researchstudie nicht durch einen Emittenten oder einen sonstigen Auftraggeber beauftragt wird, erfolgt die Erstellung auftragsunabhängig und ohne Beeinflussung durch Dritte.

§2 Issuer-Sponsored Research gemäß EU-Verhaltenskodex

I. Einordnung und Vergütung

Diese Researchstudie ist Issuer-Sponsored Research und wurde von der GBC AG in Übereinstimmung mit dem jeweils anwendbaren EU-Verhaltenskodex für Issuer-Sponsored Research erstellt.

Der Emittent hat die GBC AG vollständig für die Erstellung, Veröffentlichung und laufende Aktualisierung dieser Researchstudie vergütet. Die vereinbarte Vergütung ist fix. Sie ist weder direkt noch indirekt an den Inhalt der Researchstudie, die Empfehlung, das Rating, das Kursziel, die Bewertung, die Kursentwicklung, die Investorennachfrage, die Kapitalmarktreaktion oder die Zufriedenheit des Emittenten gekoppelt.

II. Öffentliche Verfügbarkeit

Diese Researchstudie ist als „öffentlich“ klassifiziert und wird der Allgemeinheit öffentlich und kostenfrei zur Verfügung gestellt. Die Studie kann über die Website der GBC AG, Researchportale, E-Mail-Verteiler, Finanzdatenplattformen, Börsenveröffentlichungssysteme, Medien, Datenanbieter und sonstige geeignete Verbreitungs Kanäle veröffentlicht und verbreitet werden.

III. Unabhängigkeit und Verantwortung

Analyse, Methodik, Bewertungsansatz, Annahmen, Empfehlung, Rating, Kursziel, Investment Case und Schlussfolgerungen liegen ausschließlich in der Verantwortung der GBC AG und der verantwortlichen Analysten.

Die entgeltliche oder gesponserte Natur der Researchstudie darf die Unabhängigkeit und Objektivität der Analyse nicht beeinträchtigen. Die GBC AG, ihre Analysten und sonstigen relevanten Personen versprechen dem Emittenten keine positive Coverage, keine günstige Empfehlung, kein bestimmtes Rating, kein bestimmtes Kursziel und keine bestimmte Kapitalmarktreaktion.

IV. Interessenkonflikte

Die GBC AG unterhält eine Interessenkonflikt-Policy sowie ein Interessenkonfliktregister oder eine vergleichbare dokumentierte Aufzeichnung. Relevante bestehende oder potenzielle Interessenkonflikte werden in dieser Researchstudie, im Offenlegungsregister der GBC AG oder auf andere geeignete Weise offengelegt.

Die Interessenkonflikt-Policy und weitere Offenlegungen können auf der Website der GBC AG unter der Rubrik „Offenlegung“ eingesehen werden.

V. 5%-Umsatzschwelle

Die aus der Geschäftsbeziehung mit dem Emittenten erzielten Erlöse, einschließlich der Vergütung für Issuer-Sponsored Research und sonstiger emittentenbezogener Erlöse, überschritten im vorherigen Geschäftsjahr **nicht** 5 % der konsolidierten Bruttoerlöse der GBC AG.

VI. Vertrags- und Kundenbeziehung

Der Emittent ist Auftraggeber und Kunde der GBC AG. Innerhalb der letzten zwölf Monate vor Veröffentlichung dieser Researchstudie bestand eine vertragliche Beziehung zur entgeltlichen Erstellung, Veröffentlichung und Verbreitung von Research. Zudem hat der Emittent in den vergangenen 12 Monaten kostenpflichtig an Investorenkonferenzen von GBC AG teilgenommen und nimmt voraussichtlich auch im laufenden Jahr an kostenpflichtigen Investorenkonferenzen und Roadshows teil.

VII. Externe Researchanalysten

An der Erstellung dieser Researchstudie hat kein externer bzw. dritter Researchanalyst wesentlich mitgewirkt.

VIII. Draft Review

Soweit dem Emittenten vor Veröffentlichung ein Entwurf der Researchstudie zur Verfügung gestellt wurde, erfolgte dies ausschließlich zur Prüfung der sachlichen Richtigkeit und/oder rechtlicher oder regulatorischer Verpflichtungen. Ein solcher Entwurf enthielt keine finale oder indikative Empfehlung, kein Rating, kein Kursziel, keinen Bewertungsteil, keinen Investment Case und keine Investment Conclusion. Der Emittent hatte kein Recht, die Researchstudie freizugeben, zu ändern, zu blockieren, zu verzögern oder ihre Veröffentlichung zu verhindern. Die GBC AG entschied unabhängig, ob und in welchem Umfang sachlich oder rechtlich begründete Hinweise berücksichtigt wurden.

§3 Disclaimer/Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen dieser Studie stammen aus Quellen, welche die GBC AG für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt darauf verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Tatsachen und die dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind.

Trotz dieser Sorgfalt kann weder ausdrücklich noch stillschweigend eine Gewähr oder Haftung für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität der enthaltenen Informationen übernommen werden. Informationen können unvollständig, verkürzt oder zusammengefasst sein. Weder die GBC AG noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, die aufgrund der Nutzung dieses Dokuments, seines Inhalts oder auf andere Weise im Zusammenhang mit diesem Dokument entstehen, soweit ein Haftungsausschluss rechtlich zulässig ist.

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Erwerb, zur Zeichnung, zum Halten oder zur Veräußerung eines Wertpapiers oder sonstigen Finanzinstruments dar. Es darf weder vollständig noch teilweise als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag verwendet oder in diesem Zusammenhang als alleinige oder verlässliche Entscheidungsgrundlage herangezogen werden.

Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem öffentlichen oder privaten Angebot von Wertpapieren eines in dieser Publikation besprochenen Unternehmens sollte ausschließlich auf Grundlage der hierfür veröffentlichten und rechtlich maßgeblichen Angebotsunterlagen, Wertpapierprospekte oder sonstigen Verkaufsdokumente getroffen werden.

Die GBC AG übernimmt keine Gewähr dafür, dass dargestellte Prognosen, Renditeerwartungen, Kursziele, Bewertungen oder sonstige zukunftsgerichtete Aussagen eintreten. Änderungen der Annahmen, Marktbedingungen, Unternehmensentwicklung oder sonstiger Faktoren können einen wesentlichen Einfluss auf die dargestellten Ergebnisse, Prognosen und Kursziele haben.

Erträge aus Investitionen sowie die Kurse von Finanzinstrumenten unterliegen Schwankungen. Anleger können das eingesetzte Kapital teilweise oder vollständig verlieren. Anlageentscheidungen sollten unter Berücksichtigung der persönlichen Verhältnisse, Anlageziele und Risikotoleranz sowie gegebenenfalls nach Beratung durch einen entsprechend qualifizierten Anlageberater getroffen werden.

Die vorliegende Researchstudie stellt keine individuelle Anlageberatung, keine Rechtsberatung, keine Steuerberatung und keine auf die persönlichen Verhältnisse eines bestimmten Empfängers zugeschnittene Empfehlung dar.

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland

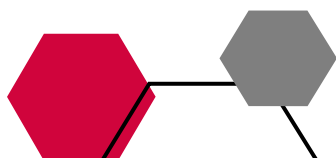
Diese Publikation darf, sofern sie im Vereinigten Königreich verbreitet wird, ausschließlich solchen Personen zugänglich gemacht werden, die (i) als authorised persons oder exempt persons im Sinne des Financial Services and Markets Act 2000 gelten oder (ii) als relevant persons im Sinne der Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 in ihrer jeweils geltenden Fassung anzusehen sind.

Diese Publikation richtet sich nicht an Privatkunden im Sinne der Regeln der Financial Conduct Authority und darf weder direkt noch indirekt an solche Personen weitergegeben oder von ihnen genutzt werden, soweit dies nach den anwendbaren Vorschriften nicht zulässig ist.

Diese Publikation stellt kein Angebot, keine Aufforderung und keine individuelle Empfehlung zum Erwerb oder zur Veräußerung von Finanzinstrumenten im Sinne des Financial Services and Markets Act 2000 dar.

Kein anderer Personenkreis als die vorgenannten relevanten Personen ist berechtigt, sich auf diese Publikation zu stützen oder Handlungen ausschließlich auf ihrer Grundlage vorzunehmen.

Die Verbreitung dieser Publikation kann in weiteren Rechtsordnungen gesetzlichen Beschränkungen unterliegen. Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sind verpflichtet, sich über einschlägige Beschränkungen zu informieren und diese einzuhalten. Ein Verstoß gegen solche Beschränkungen kann eine Verletzung der jeweils geltenden Wertpapier- und Finanzmarktgesetze darstellen.



Durch die Entgegennahme dieses Dokuments werden die vorstehenden Haftungsbeschränkungen und Verbreitungsbeschränkungen anerkannt, soweit dies rechtlich zulässig ist.

§4 Rechtshinweise und Offenlegungen gemäß § 85 WpHG, Art. 20 MAR und der Delegierten Verordnung (EU) 2016/958

I. Aktualisierung

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell nicht terminiert. Die GBC AG behält sich vor, die Analyse unangekündigt zu aktualisieren.

Bei Issuer-Sponsored Research bemüht sich die GBC AG während des relevanten Coverage-Zeitraums nach besten Kräften um eine zeitnahe Aktualisierung, wenn wichtige Informationen veröffentlicht werden, die voraussichtlich einen wesentlichen Einfluss auf die vom Research erfassten Finanzinstrumente haben. Die GBC AG entscheidet unabhängig, ob und in welchem Umfang ein Update erforderlich ist.

II. Empfehlungen/Einstufungen/Ratings

Die GBC AG verwendet seit dem 1. Juli 2006 ein dreistufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1. Juli 2007 beziehen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von mindestens sechs bis maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu zwölf Monaten.

Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß den nachfolgend beschriebenen Einstufungen anhand der erwarteten Rendite festgelegt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, können jedoch Anlass zu einer Überprüfung der ursprünglichen Empfehlung geben.

KAUFEN

Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel und einschließlich erwarteter Dividendenzahlungen innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts, beträgt mindestens +10 %.

HALTEN

Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel und einschließlich erwarteter Dividendenzahlungen innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts, beträgt mehr als -10 % und weniger als +10 %.

VERKAUFEN

Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel und einschließlich erwarteter Dividendenzahlungen innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts, beträgt höchstens -10 %.

Kursziele der GBC AG werden anhand des ermittelten fairen Werts je Aktie festgelegt. Dieser wird auf Grundlage allgemein anerkannter und verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse ermittelt, beispielsweise anhand eines Discounted-Cash-flow-Verfahrens, eines Peer-Group-Vergleichs und/oder eines Sum-of-the-Parts-Verfahrens.

Dabei werden, soweit relevant, fundamentale Faktoren und Kapitalmaßnahmen wie Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen, M&A-Aktivitäten oder Aktienrückkäufe berücksichtigt.

III. Historische Empfehlungen

Die historischen Empfehlungen der GBC AG zu der vorliegenden Analyse können im Offenlegungsregister auf der Website der GBC AG eingesehen werden.

IV. Informationsbasis

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse wurden öffentlich zugängliche Informationen über den Emittenten verwendet, die die GBC AG für zuverlässig hält. Hierzu können insbesondere Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekte, Unternehmenspräsentationen sowie sonstige öffentlich verfügbare Informationen gehören. Darüber hinaus können Gespräche mit dem Management oder sonstigen Vertretern des analysierten Unternehmens geführt worden sein, um öffentlich bekannte Sachverhalte, die Geschäftsaktivitäten und die Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

Der Emittent ist verpflichtet, nicht öffentliche, vertrauliche oder potenziell als Insiderinformationen einzustufende Informationen vor ihrer Übermittlung eindeutig als solche zu kennzeichnen. Die GBC AG kann die Entgegennahme solcher Informationen ablehnen.

V. Interessenkonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR

Die GBC AG und die verantwortlichen Analysten erklären, dass zum Zeitpunkt der Veröffentlichung hinsichtlich des in der Analyse genannten Unternehmens die nachfolgend bezeichneten bestehenden oder potenziellen Interessenkonflikte vorliegen.

Eine Erläuterung der einzelnen Interessenkonflikte ist im nachfolgenden Katalog möglicher Interessenkonflikte unter § 4 Abschnitt VI enthalten.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente bestehen folgende mögliche Interessenkonflikte: (5a,11)

VI. Katalog möglicher Interessenkonflikte

- (1) Die GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an dem analysierten Unternehmen oder dem analysierten Finanzinstrument oder Finanzprodukt.
- (2) Das analysierte Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) Die GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor für Finanzinstrumente des analysierten Unternehmens.
- (4) Die GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war innerhalb der letzten zwölf Monate bei einer öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten des analysierten Unternehmens federführend oder unterstützend beteiligt.
- (5a) Die GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat innerhalb der letzten zwölf Monate mit dem analysierten Unternehmen oder dem Emittenten des analysierten Finanzinstruments eine Vereinbarung über die entgeltliche Erstellung von Researchberichten geschlossen. Soweit dem Emittenten vor Veröffentlichung ein Entwurf der Researchstudie zur Verfügung gestellt wurde, erfolgte dies ausschließlich zur Prüfung der sachlichen Richtigkeit und/oder rechtlicher oder regulatorischer Verpflichtungen. Der Entwurf enthielt keine finale oder indikative Empfehlung, kein Rating, kein Kursziel, keinen Bewertungsteil, keinen Investment Case und keine Investment Conclusion.
- (5b) Der Entwurf der Researchstudie wurde aufgrund berechtigter sachlicher, öffentlich überprüfbarer oder rechtlicher Hinweise des Unternehmens oder Emittenten geändert. Die Entscheidung über die Berücksichtigung der Hinweise lag ausschließlich bei der GBC AG.
- (6a) Die GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat innerhalb der letzten zwölf Monate mit einem Dritten eine Vereinbarung über die entgeltliche Erstellung von Researchberichten über das analysierte Unternehmen oder Finanzinstrument geschlossen. Soweit ein Entwurf vor Veröffentlichung dem Dritten und/oder dem Emittenten zugänglich gemacht wurde, erfolgte dies ausschließlich zur Prüfung sachlicher Angaben und/oder rechtlicher oder regulatorischer Verpflichtungen. Der Entwurf enthielt keine finale oder indikative Empfehlung, kein Rating, kein Kursziel, keinen Bewertungsteil, keinen Investment Case und keine Investment Conclusion.
- (6b) Der Entwurf der Researchstudie wurde aufgrund berechtigter sachlicher, öffentlich überprüfbarer oder rechtlicher Hinweise des Dritten und/oder Emittenten geändert. Die Entscheidung über die Berücksichtigung der Hinweise lag ausschließlich bei der GBC AG.
- (7) Der verantwortliche Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und/oder eine sonstige an der Erstellung der Researchstudie beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an dem analysierten Unternehmen.
- (8) Der verantwortliche Analyst des analysierten Unternehmens ist Mitglied eines Leitungs- oder Aufsichtsorgans dieses Unternehmens.
- (9) Der verantwortliche Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem analysierten Unternehmen vor deren öffentlicher Emission erhalten oder erworben.
- (10) Die GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat innerhalb der letzten zwölf Monate mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen geschlossen.
- (11) Die GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat sonstige bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen. Hierzu können insbesondere die Gewinnung oder Ausübung von Mandaten sowie die Erbringung sonstiger Dienstleistungen gehören, beispielsweise die Präsentation des Unternehmens auf Investorenkonferenzen, Roundtables oder Roadshows.
- (12) Das analysierte Unternehmen ist zum Zeitpunkt der Researchstudie Bestandteil eines von der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person betreuten oder beratenen Finanzinstruments oder Finanzprodukts, beispielsweise eines Zertifikats oder Fonds.
- (13) Die aus der Geschäftsbeziehung mit dem analysierten Unternehmen bzw. Emittenten erzielten Erlöse, einschließlich der Vergütung für Issuer-Sponsored Research und sonstiger emittentenbezogener Erlöse, überstiegen im vorherigen Geschäftsjahr 5 % der konsolidierten Bruttoerlöse der GBC AG. Der relevante Prozentsatz sowie die zur Vermeidung oder Steuerung des daraus resultierenden spezifischen Interessenkonflikts getroffenen Maßnahmen werden in der jeweiligen Researchstudie offengelegt.

VII. Compliance

Die GBC AG hat interne regulatorische und organisatorische Vorkehrungen getroffen, um Interessenkonflikte zu identifizieren, zu vermeiden oder zu steuern und bestehende oder potenzielle Interessenkonflikte angemessen offenzulegen. Die GBC AG unterhält hierzu insbesondere eine Interessenkonflikt-Policy, ein Interessenkonfliktregister oder eine vergleichbare dokumentierte Aufzeichnung, interne Compliance- und Restricted-List-Prozesse sowie Regelungen zu persönlichen Wertpapiergeschäften und Freigabeverfahren.

Verantwortlich für die Überwachung der Einhaltung der einschlägigen Compliance-Regelungen ist die Compliance-Funktion der GBC AG. Anfragen können an compliance@gbc-ag.de gerichtet werden.

VIII. Verantwortlich für die Erstellung

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg.
Die GBC AG wird durch ihre Vorstände Manuel Hölzle und Jörg Grunwald vertreten.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Cosmin Filker, Dipl.-Betriebswirt (FH), stellvertretender Chefanalyst
Matthias Greiffenberger, M.Sc., Finanzanalyst

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

Manuel Hölzle, Dipl.-Kaufmann, Chefanalyst

§5. Urheberrechte

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird dem Empfänger ausschließlich zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt.

Eine Vervielfältigung, Bearbeitung, Weitergabe oder sonstige Nutzung außerhalb der gesetzlichen Schranken des Urheberrechts bedarf grundsätzlich der vorherigen Zustimmung der GBC AG oder des jeweiligen Rechteinhabers.

Soweit dem Emittenten vertragliche Nutzungs- oder Veröffentlichungsrechte eingeräumt wurden, darf die Researchstudie nicht verfälscht, irreführend gekürzt, aus dem Zusammenhang gerissen oder in einer Weise verwendet werden, die einen irreführenden Eindruck hervorrufen kann.

Bei einer Veröffentlichung oder Verbreitung durch den Emittenten ist die GBC AG als Researchanbieter zu nennen und auf die vollständige Researchstudie zu verweisen.

GBC AG

Halderstraße 27

86150 Augsburg Deutschland

E-Mail: compliance@gbc-ag.de

