

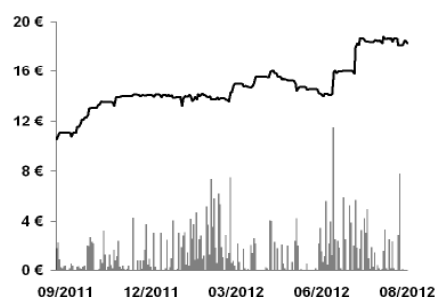
Akt. Kurs (24.08.12, 15:35, Xetra): 18,30 EUR – Einschätzung: **Kaufen (---)** – Kursziel 12 Monate: **23,00 (---) EUR**

Branche: Bergbau
Land: Schweiz
ISIN: CH0032868199
Reuters: 3UI1.DE
Segment: Open Market

Kurzbeschreibung

Kerngeschäft der United Commodity AG (kurz: UC AG) mit Sitz in der Schweiz und operativ tätigen Tochtergesellschaften in Kanada ist die industrielle Anwendung und Vermarktung von innovativen, nachhaltigen Recycling- und Explorationstechnologien. Dabei liegt der Schwerpunkt im Minenabraumrecycling für Edelmetallvorkommen und die Gewinnung von Edelmetallrestbeständen bei gleichzeitiger Entgiftung der Minenabraum-Halden.

	Hoch	Tief
Kurs 12 Mon.:	18,80 €	8,40 €
Aktueller Kurs:	18,30 €	
Aktienzahl ges.:	3.700.000	
Streubesitz:	30,0%	
Marktkapitalis.:	67,7 Mio. €	



Executive Summary

Minenabraum ist ein ökologisches und optisches Problem. Grund für auftretende ökologische Probleme ist die Belastung der sog. Tailings mit Cyaniden, welche seit gut 100 Jahren zur Gewinnung der Edelmetalle aus dem Gestein eingesetzt werden und deren Rückstände im Abraum verbleiben. Die Thematik wurde insbesondere in Kanada – dem zweitgrößten Land der Erde – angesichts der dünnen Besiedelung nicht so stark beachtet, wie etwa in Südafrika, wo die Abraumhalden teilweise in dichtbesiedeltem Gebiet liegen. Jedoch findet auch in Kanada ein Umdenken statt.

Hocheffiziente Tailingrecycling-Technologie. United Commodity nutzt hierzu die in den 1990er Jahren von Martinello erfundene UC-RPM® Tailingrecycling- und -gewinnungstechnologie. Um sich die Nutzung der Technologie zu sichern, ging UC eine kapitalunterlegte strategische Partnerschaft mit dem Technologiepartner ein. Bei UC-RPM® handelt es sich um eine hochwirksame Rückgewinnungsmethode auf Grundlage eines hydrometallurgischen Verfahrens, das sich derzeit auch in der Patentanmeldung befindet und bereits in industriellem Maße einsetzbar ist.

Rückgewinnungsgrad von bis zu 97 Prozent der enthaltenen Edelmetalle. United Commodity setzt darauf, aus dem zu bearbeitenden Minenabraum die noch vorhandenen restlichen Edelmetalle zu gewinnen. Zugleich erfolgt als zusätzlicher Effekt eine Dekontamination des Minenabraums. Dies ist ein für den Besitzer derartiger Lagerstätten unter Umweltaspekten ein weiterer interessanter Aspekt. Eine von UC eingesetzte Recyclinganlage erreicht einen täglichen Durchlauf zwischen 1.000 und 2.000 Tonnen mit einer Goldausbeute zwischen 2 und 4 Kilogramm. Von den Erlösen aus den gewonnenen Edelmetallen erhält UC als Recycling-Dienstleister 80 Prozent. Die übrigen 20 Prozent erhält der Besitzer des Abraums, die Dekontamination des Abraums erfolgt on top.

Geschäftstätigkeit erst in 2012 gestartet. Der operative Start von UC ist erst in diesem Jahr erfolgt, daher werden erst in den Jahren 2013 und 2014 die Umsatz- und Ertragspotenziale aus den vorhandenen Kapazitäten realisiert werden können. Aktuell befindet sich eine Anlage in Betrieb, zudem hat United Commodity kürzlich ebenfalls am Standort in Cobalt, Ontario eine Recycling-Raffinerie übernommen, so dass man den Markteintritt deutlich schneller vollziehen kann. Mögliche Risiken aus Verzögerungen können jedoch nicht vollständig ausgeschlossen werden.

Chance für risikofreudige Investoren. Auf Basis der Unternehmensplanung, die wir für plausibel und erreichbar halten, strebt UC in 2013 Umsatzerlöse in Größenordnung von 16,8 Mio. Euro bei einem Gewinn von 1,33 Euro an. 2014 soll sich das Geschäft auf gut 32 Mio. Euro und einen Gewinn von 2,41 Euro je Aktie annähernd verdoppeln. Für spekulativ und risikofreudig agierende Anleger erscheint das aktuelle Kursniveau von 18,25 Euro durchaus interessant und aussichtsreich. Das Kurspotenzial der Aktie sehen wir – einen planmäßigen Geschäftsverlauf unterstellt – bei 23 Euro, was einem erwarteten 2014er KGV von unter 10 entspricht.

Kennzahlen

	2011	2012e	2013e	2014e
Umsatz	0,4	1,5	16,8	32,9
<i>bisher</i>	---	---	---	---
EBIT	-1,7	0,4	10,2	20,3
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Jahresüb.	-1,2	0,2	4,7	8,5
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Erg./Aktie	-0,33	0,05	1,33	2,41
<i>bisher</i>	---	---	---	---
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>bisher</i>	---	---	---	---
KGV	neg.	334,2	13,7	7,6
Div.rendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

Analyst:

Alexander Langhorst

Tel.: 0211 / 17 93 74 – 20

Fax: 0211 / 17 93 74 – 44

a.langhorst@gsc-research.de

1.) Das Unternehmen

Anbieter innovativer Recycling- und Explorationstechnologien im Edelmetallsektor mit Sitz in der Schweiz

Die im schweizerischen Thun beheimatete United Commodity AG ist eine Aktiengesellschaft nach schweizerischem Recht, welche im Juli 2007 gegründet wurde. Das operative Geschäft des Unternehmens ist in zwei hundertprozentigen kanadischen Tochtergesellschaften angesiedelt, der United Commodity Recycling Inc und der Yukon Refinery Inc. Sitz der Tochtergesellschaft in Kanada ist der Ort Cobalt, Ontario, etwa 480 Kilometer nordwestlich der Provinzhauptstadt Toronto.

Cobalt ist einer der klassischen Bergbau-Standorte in Kanada. Seit dem Fund von Silber im Jahre 1903 beim Bau der Temiskaming & Northern Ontario Railroad wurde dort sehr extensiver Bergbau betrieben. Diese Aktivitäten haben in Cobalt und der gesamten Region auch in der Landschaft deutliche sichtbare Spuren hinterlassen. Überall finden sich Überreste dieser Aktivitäten in Form von kargem Fels, in die Hügellandschaft gegrabene tiefe Krater und Grubenschächte sowie Minenabraum(-halden), sogenannte Tailings.

Recycling und Minenabraum-Management als Kerngeschäft

Im Gegensatz zur Vielzahl anderer kleiner Gesellschaften im Edelmetall- und Rohstoffsektor ist United Commodity nicht in der nach wie vor risikoreichen und von vagen Erfolgsaussichten geprägten Exploration tätig, sondern fokussiert sich klar auf den interessanten Nischenmarkt des Minenabraums.

Die im vorliegenden Research-Report noch näher erläuterte UC-RPM® Technologie ist in den vergangenen Jahren durch gezielte Weiterentwicklung inzwischen auch industriell einsetzbar. United Commodity beabsichtigt durch den Einsatz dieser Technologie, in seinen Anlagen aus dem am Markt reichlich verfügbaren Minenabraum Restbestände von noch darin enthaltenen Edelmetallen zu gewinnen. Neben der Gewinnung von im Ursprungsprozess nicht gewonnenen Edelmetallresten wird durch das Verfahren auch eine Entgiftung des verarbeiteten Abraums erreicht und somit auch ein zusätzlicher ökologischer Nutzen gestiftet.

Verschiedene Anlagentypen bieten vielfältige Einsatzmöglichkeiten

Auf Basis des im folgenden Kapitel genauer erläuterten UC-RPM® Prozesses verfügt United Commodity über drei verschiedene Anlagentypen, die je nach entsprechendem Standort bzw. Anwendungsgebiet zum Einsatz kommen. Hierbei reicht das Spektrum von einem vergleichsweise einfachen Minenschutt-Konzentrator, der vorhandenen Minenschutt in Gesteinskonzentrate mit einer bis zu 5-fachen Verdichtung umwandelt, damit dieser vergleichsweise kostengünstig zu einer stationären Anlage transportiert werden kann, über eine Minenschutt-Recyclinganlage, die beispielsweise direkt auf einem aussichtsreichen Minenschuttgelände errichtet wird, bis hin zur im Juni 2012 mehrheitlich übernommenen Recycling-Raffinerie am Standort in Cobalt.

Steht bei der stationär errichteten Minenschutt-Recyclinganlage die Gewinnung von im Abraum vorhandenem Gold im Fokus, sind die Einsatzmöglichkeiten der Recycling-Raffinerie in Cobalt noch vielseitiger. Neben Gold können aus den eingebrachten Minenschuttkonzentraten auch weitere Rohstoffe wie Kobalt, Nickel oder auch seltene Erden gewonnen werden.

Verwaltungsrat verfügt über langjährige Geschäftsexpertise

Der Verwaltungsrat der United Commodity AG besteht aus zwei Mitgliedern. **Reto Hartmann** (55) hat nach der Matura am Gymnasium Kantonsschule Zürich an der Universität Zürich einen Abschluss in Rechtswissenschaften erworben. Hinzu kommen diverse weitere Aus- und Weiterbildungen im Management. In seinem bisherigen Berufsleben war Herr Hartmann unter anderem als System Engineer bei IBM, als Marketing Manager und Bereichsleiter bei der Kiosk AG, bei der Valora Holding, als CEO der Feintool AG sowie als aktiver Verwaltungsratspräsident bei der Swiss Automotive Group tätig. Seit mehreren Jahren ist er mit seiner eigenen Firmengruppe in der Entwicklung und Vermarktung nachhaltiger Innovationen tätig. Bei der United Commodity bekleidet Herr Hartmann das Amt des Präsidenten des Verwaltungsrates und fungiert als CEO der Gesellschaft.

Jochen Schäfer (41) absolvierte zunächst die Fachoberschule für Wirtschaft im unterfränkischen Marktheidenfeld. Parallel zum Studium war Herr Schäfer im elterlichen Rohstoffhandel tätig. Weitere Stationen waren der Aufbau der Schäfer Consult AG und die Funktion als CEO bei der XC-Consult AG, welche sich auf den Aufbau von Vertriebsstrukturen für private und institutionelle Investoren konzentriert. Die umfangreichen Erfahrungen im Aufbau und der Führung von Unternehmen in verschiedenen Wirtschaftssektoren mit Schwerpunkt im Rohstoffbereich setzt Herr Schäfer als Vizepräsident des Verwaltungsrates nunmehr bei der United Commodity AG ein. Hier zeichnet er für die Bereiche Finance und Investor Relations verantwortlich.

Wissenschaftlicher Beirat begleitet technische Weiterentwicklung

Neben dem geschäftlichen Know-how im Verwaltungsrat hat United Commodity einen wissenschaftlichen Beirat installiert, der die technische Weiterentwicklung der Recycling-Anlagen des Unternehmens eng begleitet. Dieser besteht aus drei anerkannten Wissenschaftlern.

Vorsitzender des Beirates ist **Dr. Paul Frauenfelder**, der hauptamtlich Senior Lecturer am Department für Management, Technology and Economics an der ETH Zürich (Eidgenössische Technische Hochschule) ist. Zudem ist Dr. Frauenfelder Geschäftsführer der Brain Connection GmbH. Seine Erfahrungsschwerpunkte liegen in den Bereichen Technologie- und Innovationsmanagement sowie der strategischen Unternehmensführung. Neben dem universitären Hintergrund bringt Dr. Frauenfelder auch Erfahrung aus verschiedenen Führungspositionen in der Industrie mit.

Univ. Prof. Dr.-Ing. Dr. h.c. (UA) Karl Bernhard Friedrich ist Leiter des Instituts für Metallhüttenkunde und Elektrometallurgie (IME) und Lehrstuhlinhaber für Metallurgische Prozesstechnik und Metallrecycling an der RWTH in Aachen. Das IME beschäftigt sich schwerpunktmäßig mit der angewandten Forschung und Lehre im Bereich der Vakuum-, Plasma-, Lichtbogen- und Hydrometallurgie, der Metallraffination, Elektrolyse sowie der Galvanotechnik. Prof. Dr. Friedrich befasst sich selbst mit Fertigungstechnologien für komplexe Legierungen und deren Recycling sowie Abfallvermeidung und -verwertung.

Den Bereich Umwelt- und Nachhaltigkeitsmanagement repräsentiert im wissenschaftlichen Beirat **Georg Wüest**. Herr Wüest ist Dipl. Physiker und hat nach seinem Diplom an der ETH Zürich dort ein Nachdiplomstudium „Umweltlehre“ an der Universität Zürich absolviert. Er ist Inhaber der Georg Wüest Inspiration in Wädenswil (CH) und bringt eine über 30-jährige Erfahrung in Industrie, Entwicklung, Produktion, Vertrieb, Projekt- und Nachhaltigkeitsmanagement mit. Unter anderem hat er 11 Jahre Pionierarbeit als Leiter Umwelt und Nachhaltigkeit bei der Geberit-Gruppe geleistet. Seit dem Jahr 2004 ist Herr Wüest selbstständig als Unternehmens- und Menschenberater, Trainer und Coach tätig.

Aktionärsstruktur

Aktuell beträgt das Grundkapital der United Commodity AG 740.000 CHF und ist eingeteilt in 3,7 Millionen Aktien mit einem Anteil von je von 0,20 CHF am Grundkapital. Nach Abschluss der laufenden Kapitalerhöhung um weitere 30.000 CHF oder 150.000 Aktien mit einem rechnerischen Anteil von je 0,20 CHF am Grundkapital wird sich dieses auf dann 770.000 CHF erhöhen und ist eingeteilt in künftig 3,85 Millionen Aktien.

Vor der laufenden Maßnahme besteht das Aktionariat aus vier nennenswerten Blöcken. Auf den Verwaltungsrat entfallen knapp 50 Prozent des Kapitals. Weitere 20 Prozent werden von zwei Family Offices gehalten, die ebenfalls einen langfristigen Investmentansatz verfolgen. Die verbleibenden rund 30 Prozent befinden sich im Streubesitz von rund 300 verschiedenen Anteilseignern. Unter diesen sind auch institutionelle Anleger zu finden, die sich im Zuge der Kapitalmaßnahmen am Unternehmen beteiligt haben. Die Zahl der dem Streubesitz zuzurechnenden institutionellen Investoren bewegt sich im niedrigen zweistelligen Bereich.

Aktuelle Kapitalmaßnahme spült mindestens 2,55 Mio. Euro in die Kasse

Derzeit führt die Gesellschaft eine weitere Kapitalmaßnahme zur Finanzierung des weiteren Wachstums und zur Ingangsetzung der Geschäftsaktivitäten insbesondere im Zusammenhang mit der kürzlich erworbenen Recycling-Raffinerie im kanadischen Cobalt, Ontario durch. Im Rahmen der Kapitalerhöhung werden aktuell 150.000 Aktien mit einem rechnerischen Nennwert je Aktie von 0,20 CHF angeboten.

Der Ausgabebetrag ist dabei gestaffelt und orientiert sich an der Länge der vom Investor akzeptierten Lock-Up-Verpflichtung. Dieser schwankt demnach zwischen 17,00 Euro bei 18-monatiger Lock-Up über 18,00 Euro bei 12-monatiger Lock-Up bis hin zu 19,00 Euro bei 6-monatiger Lock-Up-Frist. Selbst bei konservativer Annahme – das durchweg nur ein Erlös von 17 Euro je Aktie erzielt wird – fließen der Gesellschaft hierdurch weitere 2,55 Mio. Euro an zusätzlichen Eigenmitteln zu. Hierdurch stärkt das Unternehmen die eigene Kapitalbasis.

Grundsätzlich positiv werten wir den Umstand, dass die Finanzierung auf Eigenkapitalbasis erfolgt und damit für United Commodity keine besonderen Risiken aus einer signifikanten und dauerhaften Fremdkapitalinanspruchnahme bestehen.

2.) Geschäftsmodell und Technologie

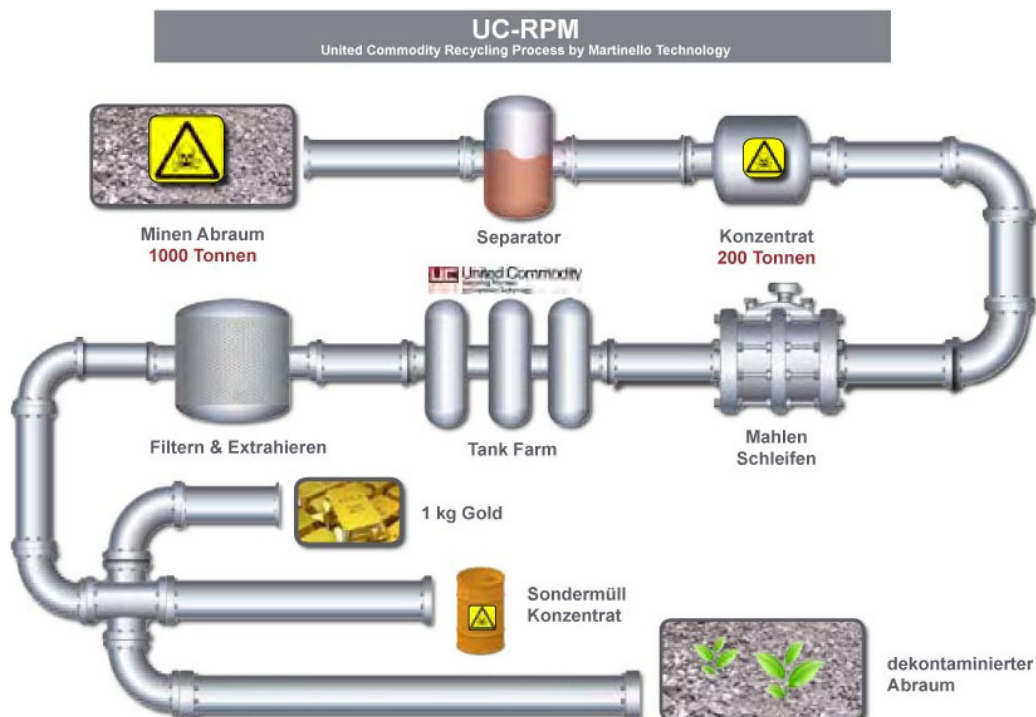
UC-RPM® Technologie erreicht Wirkungsgrad von bis zu 97 Prozent

Operativ bildet die industrielle Anwendung und Vermarktung von innovativen und nachhaltigen Recycling- und Explorationstechnologien das Kerngeschäft von United Commodity. Der Schwerpunkt liegt dabei im Bereich des Minenabraumrecyclings. Hierdurch kann United Commodity den potenziellen Kunden und Lieferanten von Minenabraum auf zwei Ebenen ein attraktives Angebot unterbreiten. Zum einen werden noch enthaltene und im Primärprozess nicht gewonnene Mineralienrückstände herausgefiltert. Zum anderen wird gleichzeitig eine Dekontamination des Abraums erreicht.

Einzigartige Technologie ermöglicht Wirkungsgrad von bis zu 97 Prozent

Mit der UC-RPM® Tailingrecycling- und -gewinnungstechnologie, welche in den 1990er Jahren von Martinello erfunden und entwickelt wurde, verfügt United Commodity über eine hochwirksame Rückgewinnungsmethode. Um sich diese Technologie dauerhaft zu sichern, hat UC mit dem Erfinder der Technologie, der kanadischen Bergbauconsulting- und Engineering-Firma E.F. Martinello & Associates, eine strategische Partnerschaft vereinbart und durch eine 50-prozentige Beteiligung unterlegt. Die Technologie befindet sich derzeit im Stadium der Patentanmeldung.

Einsetzbar ist die Technologie für Erze, die aus Hartsteinerzlagerstätten stammen. Bei der Bearbeitung des entstandenen Minenabraums (sog. Tailings) werden bis zu 97 Prozent aller Erze aus dem Ausgangsmaterial gewonnen. Besonders aussichtsreich ist der Einsatz dabei zur Gewinnung hochwertiger Metalle aus kleinen und mittelgroßen Erzlagerstätten in Form von Primärquellen, aber auch aus kontaminierten alten Bergbauhalde. Die nachfolgende Grafik zeigt schematisch den Ablaufprozess



Quelle: United Commodity AG

Hydrometallurgische Verfahrensbasis der UC-RPM®-Technologie

Die UC-RPM®-Technologie ist ein sog. hydrometallurgisches Verfahren. Hierbei kann mit Druck und/atmosphärischer Laugung gearbeitet werden. In die verwendete Lösung, in welcher sich herstellereigenspezifische Bestandteile und Substanzen befinden – die aus Wettbewerbsgründen nicht genannt werden können – werden das Roherz oder der Minenabraum eingebracht. Zusätzlich wird Erzkonzentrat in einen Laugungskessel eingebracht und in der vorbereiteten Lösung gut vermischt.

Nach Abschluss dieser Prozedur wird das angereicherte Laugenwasser durch Filtrierung von den enthaltenen Rückständen getrennt. Diese Rückstände werden im nächsten Arbeitsschritt gelaugt, um so die enthaltenen Edelmetalle zu gewinnen. Am Ende des Prozesses verbleibt das gewonnene Edelmetall, der dekontaminierte Abraum sowie ein kleiner Teil belasteten Konzentrats, welcher entsprechend als Sondermüll zu entsorgen ist.

Technologie bietet attraktive Vorteile

Neben dem hohen Wirkungsgrad bietet die UC-RPM® Technologie eine Reihe weiterer Vorteile. So setzen sich im Rahmen der Verarbeitung alle enthaltenen toxischen Elemente als unlösliche Rückstände ab, die unter umwelttechnischen Gesichtspunkten sicher sind und einer entsprechenden Entsorgung als Sondermüll zugeführt werden können. Die im Rahmen des Prozesses produzierte überschüssige Säure wird neutralisiert, die Verarbeitung erfolgt insgesamt in einem geschlossenen Kreislauf, der ein Recycling der eingesetzten Flüssigkeiten ermöglicht.

Im behandelten Abraum enthaltene Basismetalle werden durch Zementierung und/oder elektrochemisch gewonnen und weisen einen zur Vermarktung geeigneten Reinheitsgrad auf. Gold, Silber und andere enthaltene Edelmetalle werden in der herstellereigenen Lösung aufgelöst und mittels sogenannter Ionenaustauscher gewonnen.

Vorteilhaft auf Ebene der erforderlichen Investitions- und Betriebskosten wirkt sich aus, dass die im Verfahren eingesetzten Geräte und Materialien allesamt serienmäßig hergestellt werden. Hierdurch ist die Errichtung und der Betrieb einer entsprechenden Anlage mit einem vergleichsweise überschaubaren finanziellen Aufwand (ca. 5 bis 8 Mio. Euro) möglich. Auch die Kosten des laufenden Betriebes sind entsprechend niedrig.

Erste Pilotanlage liefert über den Erwartungen liegende Ergebnisse

Eine erste Pilotanlage hat United Commodity im März 2012 in Cobalt (Ontario, Kanada) in Betrieb genommen. Diese wird in Kooperation mit dem Polymet-Labor betrieben, welches über die entsprechenden Genehmigungen zum Betrieb derartiger Anlagen verfügt. Angesichts des Pilotcharakters der zweiten Anlage – die erste im direkten Feldeinsatz – erfolgte auch die erforderliche Betriebsgenehmigung für diese sehr schnell. Die bislang erzielten Ergebnisse sind sehr vielversprechend und belegen die hohe Wirksamkeit der UC-RPM®-Technologie.

Ausweislich der früheren Labortests ist mit einem Gewinnungsgrad von 90 Prozent zu rechnen gewesen. Im „Feldversuch“ mit der Pilotanlage konnte aus dem gelieferten Minenabraum mit einem Goldgehalt von 6,2 Gramm pro Tonne insgesamt 6 Gramm pro Tonne gewonnen werden. Daraus ergibt sich ein Wirkungsgrad von 97 Prozent, der damit noch über den im Labor ermittelten Werten liegt.

Die Ergebnisse bestätigen damit Erfahrungen aus anderen Anlagen mit hydrometallurgischer Verfahrensweise. Sehr fortschrittlich ist auf diesem Gebiet die Bergbaunation Südafrika. Dort ist die derzeit weltweit größte sog. Tailing-Retreatment-Anlage zu finden. Diese vom Unternehmen DRDGold Ltd. betriebene Anlage ist bereits wirtschaftlich sehr erfolgreich, eine Ausweitung der dortigen Kapazitäten ist angedacht.

Markterschließungsstrategie setzt zunächst auf die Region Ontario

Ausgehend von den positiven Erfahrungen und Resultaten der Testanlage strebt United Commodity in einem ersten Schritt in den Jahren 2012 bis 2015 die Erschließung der Marktregion Ontario, Kanada an. Für diese Strategie spricht, dass das Unternehmen zum einen dank der dort bestehenden Testanlage auf dem regionalen Markt inzwischen über einen vergleichsweise hohen Bekanntheitsgrad verfügt und zum anderen große Mengen an Minenabraum verfügbar sind.

Aktuell befindet sich UC in vielversprechenden Gesprächen mit zwei großen Miningesellschaften über die Bearbeitung von Minenabraum. Darunter fällt auch eines der größten zusammenhängenden Abraumgebiete in der Region Ontario. Laut Unternehmensangabe handelt es sich um ein Volumen von rund 40 Millionen Tonnen Abraum, der gemäß vorliegender externer Analysen bis zu 40 Tonnen Gold und 100 Tonnen Silber enthalten soll. Entsprechende Letter-of-Intents sind in Vorbereitung, eine entsprechende Kooperationsvereinbarung für die Anwendung der UC-RPM®-Technologie auf den gesamten Abraum soll dann im Anschluss folgen.

Nach derzeitigem Planungsstand ist der Bau einer neuen Anlage für das Jahr 2013 mit einer täglichen Kapazität von 2.000 Tonnen Minenabraum vorgesehen.

Individuelle Verträge mit Kunden und Kooperationspartnern angestrebt

Bei der Vertragsgestaltung setzt United Commodity auf den Abschluss individueller und langlaufender Verträge mit den Miningesellschaften. Dabei legt das Unternehmen Wert darauf, die exklusiven Nutzungsrechte am Abraum zu erhalten. Im Gegenzug betreibt United Commodity eine entsprechende Anlage auf dem Gelände der Miningesellschaft zur Behandlung des Abraums und nutzt dabei die vorhandene Logistik der jeweiligen Vertragspartner.

Bei einer durchschnittlichen Verarbeitungsmenge von 1.000 bis 2.000 Tonnen Tailings pro Tag liegt der gewinnbare Gold-Anteil zwischen 65 und 130 Feinunzen, also 2 bis 4 Kilogramm. Betriebswirtschaftlich rechnet sich das eingesetzte Verfahren ab Goldpreisen von mindestens 900 US-Dollar je Feinunze. Die Miningesellschaft erhält von United Commodity eine sog. Royalty Fee für die Nutzung dieser bislang nicht nutzbaren Assets.

Überdies erhält die Miningesellschaft als zusätzlichen Nutzen eine kostenlose Dekontaminierung der Sondermüll-Altlast und kann auf diesem Wege auch die zunehmend in den Fokus der Öffentlichkeit rückenden Umweltthemen abdecken.

Übernahme der Yukon Raffinerie in Cobalt beschleunigt Markteintritt

Eine deutliche Beschleunigung des Markteintritts ermöglicht die im Juni 2012 erfolgte mehrheitliche Übernahme der Yukon Raffinerie in Cobalt. Die Anlage befindet sich direkt in der Region mit dem höchsten Gold- und Silbervorkommen in Kanada und stellt die bedeutendste Anlage ihrer Art in der Region dar.

Die künftig als United Commodity Recycling Raffinerie firmierende Anlage ist aufgrund ihrer Struktur problemlos zur Integration des Minenschutt-Recyclings geeignet. In der Raffinerie werden künftig Gesteinskonzentrate eingesetzt. Entscheidend für die Übernahme der Anlage war die Überlegung, so deutlich schneller in industriellem Umfang am Markt agieren zu können. Zudem wird mit der Raffinerie die gesamte Wertschöpfungskette im Minenabraum-Recycling abgedeckt. Der Betriebsstart der Raffinerie ist für das zweite Halbjahr 2012 geplant, zusätzlich wird auch eine integrierte United Commodity Minenschutt-Recyclinganlage in der Yukon Raffinerie in Betrieb gehen.

Neben der Verarbeitung der angelieferten Gesteinskonzentrate aus Minenabraum wird die Raffinerie auch als Dienstleister für Dritte agieren. Neben der Raffinierung von Gold können auch andere Edelmetalle wie Kobalt und Nickel sowie seltene Erden gewonnen werden. Weitere attraktive Aspekte im Dienstleistungsgeschäft ergeben sich aus dem Umstand, dass die Anlage in Cobalt derzeit über die einzige Lizenz in Kanada zur Bearbeitung von arsenbelastetem Gestein verfügt.

Auf diesem Gebiet wurde bereits ein Letter-of-Intent (LOI) mit dem kanadischen Marktführer zur Gewinnung seltener Erden unterzeichnet. Das Unternehmen ist vor allem auf die Gewinnung von Scandium fokussiert und hat die verwendeten Verfahren bereits zum Patent angemeldet. Die entsprechenden Technologien sollen in die UC Recycling Raffinerie in Cobalt integriert werden. Neben zusätzlichem Geschäft bringt dieser Kooperationspartner auch noch weiteres Know-how mit ein. Unter den dortigen Mitarbeitern findet sich Personal, das in der Vergangenheit den Betrieb der Anlage verantwortet und betreut hat, so dass eine erfolgreiche Weiterführung des Betriebes erreicht wird.

Drei verschiedene Anlagentypen ermöglichen breites Einsatzspektrum

Durch die Übernahme der Raffinerie in Cobalt hat United Commodity nunmehr drei verschiedene Anlagentypen im Programm. Hiermit wird eine vollständige Abdeckung des relevanten Marktes erreicht.

Die kleinste Anlage ist der **UC-TC**, mit vollständigem Namen der **United Commodity Minenschutt-Konzentrator**. Hierbei handelt es sich um eine relativ kostengünstige und einfache Anlage, die industriell gefertigt und damit quasi von der Stange gekauft werden kann. Die Anlage wird direkt in den zu bearbeitenden Minenabraum-Geländen aufgestellt und eingesetzt. Der Standort kann dabei flexibel verlagert werden. Die produzierten Gesteinskonzentrate mit einer Verdichtung bis zum Faktor 5 verglichen mit dem Ausgangsmaterial können dann entweder in der Recycling Raffinerie verarbeitet werden oder die UC-TC wird einer Minenschutt-Recyclinganlage vorgeschaltet und das Konzentrat dort direkt verarbeitet. Wichtiger Vorteil der Konzentrierung des Materials ist die vereinfachte Logistik und die deutliche Absenkung des insgesamt erforderlichen Transportvolumens.

Der zweite Anlagentyp ist die **UC-TRF**, die **United Commodity Minenschutt-Recyclinganlage**. Diese eignet sich zur Installation an Standorten, die über eine ausreichende Menge an Minenabraum verfügen und an denen der Abraum auch über einen aussichtsreichen Restgold-Gehalt verfügt. Im Regelfall werden diese Bedingungen von Standorten mit alten Abraumhalden erfüllt, da die klassische Goldgewinnung erst in den letzten Jahren einen höheren Effizienzgrad erreicht hat.

Bei einer durchschnittlichen Verarbeitungsmenge von 1.000 bis 2.000 Tonnen Tailings pro Tag liegt der gewinnbare Gold-Anteil zwischen 65 und 130 Feinunzen, etwa 2 bis 4 Kilogramm. Übrig bleibt eine entsprechende Menge dekontaminierten Abraums. Für die gemäß Geschäftsmodell überlassenen langfristigen exklusiven Nutzungsrechte für den Abraum erhält der Eigentümer des Abraums eine Royalty-Fee aus dem Gold-Verkauf und zudem die Dekontamination des bearbeiteten Abraums. Ein zusätzlicher Wareneinkauf zur „Goldproduktion“ durch United Commodity entfällt hierbei.

Entscheidend bei der Auswahl eines entsprechenden Standorts für eine UC-TRF-Anlage sind vorangehende umfangreiche Analysen des vorhandenen Abraums sowie die Klärung der jeweiligen Eigentumsrechte am Abraum. Angesichts der kolonialen Vorgeschichte Kandas ist dies über zum Teil zwei Jahrhunderte teilweise nur schwer nachvollziehbar aber ein wichtiger Erfolgsfaktor.

Beim dritten Anlagentyp handelt es sich um die oben bereits ausführlich beschriebene **United Commodity Recycling Raffinerie** (kurz: **UC-RR**) am Standort in Cobalt. Neben der Verarbeitung von Gesteinskonzentraten, die beispielsweise an einem Haldenstandort mittels einer UC-TC-Anlage gewonnen wurden, können in der Recycling-Raffinerie auch

andere Konzentrate verarbeitet werden und neben Gold auch weitere Edelmetalle und sogenannte Seltene Erden gewonnen werden. Die Anlage agiert dabei jeweils als Dienstleister, da auch konzentrierter Minenabraum von den Haldeneigentümern anzuliefern und nach Behandlung abzufahren ist.

Für die Bearbeitung erhält der Lieferant eine Royalty Fee aus dem gewonnenen Gold und sonstigen Edelmetallen ebenso wie das verbleibende dekontaminierte Haldenkonzentrat. Daneben ist auch die Verarbeitung von Konzentraten für Dritte gegen einen entsprechenden Raffinierlohn möglich.

3.) Markt- und Wettbewerbsumfeld

Fokussierung auf den Nischenmarkt Minenabraum verspricht Erfolg

Im Gegensatz zur weit überwiegenden Zahl der kleinen und mittelgroßen Gesellschaften im Bergbausektor beschäftigt sich United Commodity nicht mit der risikoreichen und in ihren Erfolgsaussichten kaum prognostizierbaren Exploration von neuen Edelmetall- und Goldvorkommen. Stattdessen fokussiert sich das Unternehmen auf den Nischenmarkt des Minenabraums. Zum besseren Verständnis des bearbeiteten Marktes sei an dieser Stelle kurz die fünfgliedrige Wertschöpfungskette in der Minenindustrie erläutert.

Exkurs: Wertschöpfungskette der Minenindustrie

Der bezogen auf die Zahl der an den Börsen weltweit gehandelten Gesellschaften größte Teil ist am Anfang der Wertschöpfungskette tätig, also in der **Exploration**. Die Suche nach neuen Vorkommen ist ein sehr riskantes, teures und vor allem auch langwieriges Unterfangen. Für ein derartiges Projekt ist nicht selten eine Laufzeit von bis zu 10 Jahren und ein Mittelbedarf von 100 Mio. US-Dollar oder mehr einzuplanen. Bei den Zeit- und Investitionssummen ist zu beachten, dass dieser Aufwand betrieben werden muss, um die nötigen Genehmigungen für Probebohrungen sowie die Errichtung und den Bau der Mine zu bekommen. Bis zu diesem Zeitpunkt ist jedoch noch keine Förderung von Edelmetall oder edelmetallhaltigem Gestein erfolgt.

Die zweite Stufe der Wertschöpfungskette stellt die **Förderung** („Mining“) dar. Hierbei handelt es sich um den klassischen Betrieb einer Mine und die Förderung des edelmetallhaltigen Gesteins. Je nach Qualität und Gehalt des abgebauten Gesteins kann ein Anteil von bis zu 10 Gramm Gold je Tonne geförderten Gesteins gewonnen werden.

Der dritte Teil der Wertschöpfungskette ist das sogenannte **Concentrating**. Dabei handelt es sich um einen technischen Vorgang zur Verdichtung des geförderten oder sonstigen Gesteins. Je nach gewähltem Verdichtungsgrad kann ein Konzentrat erzeugt werden, welches bis zu 150 Gramm Gold je Tonne enthält.

Die vierte Stufe der Wertschöpfungskette ist der Raffinier-Vorgang, der in einer entsprechenden **Raffinerie** stattfindet. Hier wird aus dem geförderten Gestein bzw. dem erzeugten Konzentrat das Gold oder sonstige Edelmetalle herausgelöst und die reinen Metalle gewonnen. Diese werden dann im Fall von Gold zu den bekannten Goldbarren weiterverarbeitet.

Die fünfte und auch erst jüngst hinzugekommene Stufe der Wertschöpfungskette ist das **Minenschuttrecycling**. Hierbei handelt es sich neben dem Raffinierprozess um den betriebswirtschaftlich mit Abstand interessantesten Bereich.

United Commodity ist nur in den Stufen drei bis fünf aktiv

Bezogen auf die vorgestellte Wertschöpfungskette in der Minenindustrie hat sich United Commodity auf die Stufen drei bis fünf fokussiert. Klarer Vorteil aus Investorensicht ist, dass sich das Unternehmen damit komplett aus dem sehr risikoreichen und auch oft mit ungewissem Ausgang verbundenen Explorationsbereich heraushält. Auch mit der Förderung des edelmetallhaltigen Gesteins hat man nichts zu tun.

Die Abdeckung des Concentrations (Stufe 3) erfolgt bei United Commodity dabei nur als Mittel zum Zweck, um die zu bearbeitenden Mengen zu verringern, die Konzentrate zur Verarbeitung in der eigenen Raffinerie oder den eigenen Recycling-Anlagen zu erzeugen und gleichzeitig das zu transportierende Materialvolumen weitestmöglich zu reduzieren.

Am Markt tritt UC als Dienstleister für Dritte auf. Sowohl beim Recyceln wie auch beim Raffinieren wird dieser auf der Basis des gewonnenen und vermarkteten Goldes und etwaiger anderer Edelmetalle vergütet. Beim Raffinieren ist im Markt eine Ertragsteilung im Verhältnis 80:20 üblich, d.h. 80 Prozent des Ertrages erhält die das Material anliefernde Mine und 20 Prozent sind der Raffinerlohn. Im Recyclinggeschäft ist ebenfalls ein 80:20-Verhältnis üblich. Hier gehen die 80 Prozent jedoch in die Kasse des Recycling-Unternehmens und nur 20 Prozent an den Lieferanten des Abraums.

Auch wenn dies auf den ersten Blick vergleichsweise gering erscheint, darf nicht unbeachtet bleiben, dass der Abraumlieferant neben einem 20-Prozent-Anteil am gewonnenen Gold zugleich auch eine kostenlose Dekontamination seines Minenabraums erhält. Zudem stellt der Minenschutt für den Minenbesitzer bis zur Verwertung ein bestenfalls wertloses, unter Umweltgesichtspunkten eventuell sogar negativ-wertiges Asset dar.

Cyanidlaugung wird immer größeres Umweltproblem

Bereits seit Jahrzehnten werden zur Gewinnung von Rohstoffen und Edelmetallen weltweit hochgiftige Chemikalien eingesetzt – zumeist auf Cyanid-Basis – welche kontaminierten Abraum in sehr großen Mengen hinterlassen. Neben der Belastung mit Cyanid weist der Abraum jedoch auch noch Restmengen von Edelmetallen auf, da das Verfahren der sog. Cyanidlaugung nur einen Wirkungsgrad von gut 80 Prozent erreicht.

Um eine Vorstellung von den gewaltigen Dimensionen dieses Themas zu bekommen, muss man sich vergegenwärtigen, dass weltweit jedes Jahr rund 180.000 Tonnen Cyanid allein zur Goldgewinnung eingesetzt werden. Hierbei handelt es sich um einen hochtoxischen Stoff, von dem bereits eine reiskorngroße Menge ausreicht, um einen Erwachsenen zu vergiften. Seit Einsatz in der Goldförderung vor rund hundert Jahren sind somit weltweit Milliarden Tonnen kontaminierten Minenabraums entstanden. Diese verseuchten Minenabräume finden sich überall auf der Welt. Angesichts der steigenden Bevölkerungszahlen, der immer dichter werdenden Besiedelung und einer zunehmenden Sensibilisierung der Öffentlichkeit für Umweltthemen wird dies immer mehr zum Problem.

Dem ein oder anderen Leser ist in diesem Zusammenhang möglicherweise noch ein Vorfall aus dem Jahre 2000 in Erinnerung. Seinerzeit kam es in Rumänien zu einem folgenschweren Dambruch in Baia Mare, bei dem in einer Golderzaufbereitungsanlage zwischen 100.000 und 300.000 Kubikmeter Cyanidlauge ausgetreten sind. Das kontaminierte Gebiet wurde dadurch weitgehend unbewohnbar.

Minenschutt-Management ist in Südafrika bereits erfolgreich etabliert

Weltweit führend bei der Anwendung von Verfahren und Anlagen zur Dekontamination von Minenabraum ist Südafrika. Der Staat an der Südspitze des afrikanischen Kontinents ist einer der führenden Goldproduzenten weltweit und verfügt über einige der weltweit größten Goldvorkommen. In der Region Witwatersrand, aber auch an anderen aktuellen und ehemaligen Bergbaustandorten sind seit Jahren steigende Atemwegserkrankungen der Anwohner festgestellt worden. Als Ursache dafür wurde getrockneter Minenabraum ausgemacht, der das giftige Cyanid in die Luft abgibt, was zu einer entsprechenden Zunahme dieser Beschwerden führt.

Die südafrikanische DRDGold Ltd. hat darauf bereits reagiert. Der Konzern ist seit einigen Jahren und inzwischen auch wirtschaftlich sehr erfolgreich im professionellen Minenabraum-Management sowie dem Minenschutt-Recycling tätig. In Südafrika hat sich dieser Bereich zwischenzeitlich zu einem wichtigen Bestandteil der gesamten Minenindustrie entwickelt.

Markt für Minenschutt-Management in Kanada noch ganz am Anfang

Im Gegensatz zu Südafrika spielt Minenabraum-Management und Minenabraum-Recycling in Kanada derzeit noch keine nennenswerte Rolle. Der Markt steckt hier noch in den Kinderschuhen. Hauptgrund hierfür ist wohl die vergleichsweise sehr geringe Besiedlungsdichte, weshalb hier der Druck, verschärfte Umweltauflagen zu erlassen, kleiner als anderswo ist. Ein weiterer Grund dürfte in der Struktur der Minenindustrie liegen, die durch überwiegend sehr kleine, zum Teil auch familiengeführte Unternehmen geprägt ist. Derartige Strukturen zeichnen sich allein schon aufgrund der meist sehr überschaubaren Kapitalausstattung nicht durch besonders hohe Innovationsfreudigkeit aus.

Wenngleich im Ahornstaat also kaum Rückenwind von der Umweltauflagen Seite zu erwarten ist, gibt es einen anderen Treiber, der zu einer spürbaren Aufwärtsentwicklung dieses Sektors führen kann: der in den letzten Jahren stetig gestiegene Goldpreis. Hierdurch wird das Recycling von Minenabraum – auch unabhängig von ökologischen Erwägungen – allein aus betriebswirtschaftlicher Sicht interessant.

Jedoch ist inzwischen auch in Kanada ein Umdenken zu beobachten, zumal die Bergbaubranche dort täglich über 2 Millionen Tonnen zusätzlichen Abraums entstehen lässt. Allein im Staat Ontario, in dem United Commodity an seinem Standort in Cobalt aktiv ist, existieren nach Erhebungen des zuständigen Ministeriums für Entwicklung und Minen über 5.700 Minenabraumlagerstätten, von denen rund 4.000 als gefährlich und giftig eingestuft werden.

United Commodity ist einer der ersten Player im Markt

Nicht zuletzt durch die Übernahme der Recycling-Raffinerie in Cobalt ist United Commodity einer der ersten Player in diesem sehr interessanten und aufstrebenden Markt. Mit den jetzt bereits verfügbaren Kapazitäten sollte es dem Unternehmen gelingen, die gute Ausgangsbasis zu nutzen und überproportional am zu erwartenden Wachstum zu partizipieren. Das eingesetzte hydrometallurgische Verfahren bietet gegenüber anderen Methoden des Minenabraum-Managements den Vorteil, dass nicht nur noch vorhandene Restedelmetalle gewonnen werden, sondern auch eine Dekontamination des behandelten Abraums erfolgt.

Neben dem betriebswirtschaftlich lohnenden Prozess der Gewinnung von Restedelmetallanteilen wird der bearbeitete Abraum zugleich für Mensch und Umwelt unschädlich gemacht. Dies stellt ein sehr interessantes Angebotspaket für Minenbetreiber und Landbesitzer dar, denen hier eine attraktive Möglichkeit zur Verwertung ihres bislang zumeist als problembehaftet geltenden Abraums geboten wird.

Wettbewerbsumfeld sehr zersplittert

Das Wettbewerbsumfeld im Abraumrecycling in Kanada ist noch sehr überschaubar und zersplittert. Neben United Commodity sind weitere Player mit verschiedenen anderen Verfahren am Markt und versuchen, in diesem Geschäft Fuß zu fassen. Bei den Wettbewerbern handelt es sich jedoch ebenfalls um kleine oder sehr kleine Gesellschaften, die zumeist in ihrer Anwendung noch nicht über den Probebetrieb hinausgekommen sind.

Aktuell sind auf dem Markt drei bis vier Unternehmen in Erscheinung getreten, darunter ein Anbieter, der ein bakterielles Verfahren einsetzt und eine Probeanlage in China betreibt. Bisher ist das Unternehmen jedoch auf den chinesischen und australischen Markt fokussiert. Überdies ist das verwendete bakterielle Verfahren aus unserer Sicht sehr erklärungsbedürftig und beinhaltet neben den Chancen auf Dekontamination der Tailings auch verfahrensspezifische Gefahren und Fragestellungen, etwa im Fall eines Austrittes der Bakterien in die Umwelt. Vor diesem Hintergrund erscheint dieser Ansatz zumindest auf dem kanadischen Markt derzeit wenig aussichtsreich zu sein.

United Commodity hat Wettbewerbsvorsprung von zwei bis drei Jahren

Durch den Kauf der Yukon Raffinerie hat United Commodity im Markt einen wichtigen Schritt nach vorn getan und verfügt nach Einschätzung von Marktbeobachtern derzeit über einen Vorsprung von zwei bis drei Jahren gegenüber seinen Wettbewerbern. Ungeachtet dessen muss jedoch davon ausgegangen werden, dass sich die Konkurrenz in der Zukunft deutlich verschärfen wird. Ebenfalls ist auch der Eintritt neuer, bisher noch nicht aktiv gewordener Wettbewerber denkbar.

Besondere Risiken für das Geschäftsmodell und die Marktchancen für United Commodity sind hieraus jedoch nicht zu erwarten. Zur Erinnerung: Die Kapazitäten der Recycling-Anlagen liegen bei 1.000 bis 2.000 Tonnen pro Tag und Anlage. Allein auf dem kanadischen Markt entsteht jeden Tag zusätzlicher Abraum in einer Größenordnung von zwei Millionen Tonnen. Hinzu kommen die bereits vorhandenen Tailings aus den vergangenen Jahrzehnten der Bergbauaktivitäten.

Somit besteht hier ein ganz erheblicher Kapazitätsbedarf im Markt, bevor es zu einem wirklichen Verdrängungswettbewerb der Anbieter kommen wird. Selbst im Fall von Anlagen der Größe, die derzeit bereits in Südafrika von DRDGold eingesetzt werden und auf bis zu 20.000 Tonnen pro Tag an Durchsatzmenge kommen, ist eine Kapazitätssättigung des Marktes in Kanada derzeit noch nicht in Reichweite, und auf kurze und mittlere Sicht noch kein wirkliches Thema.

4.) Bewertung

Noch im Aufbau befindliches Geschäft erfordert Sicherheitspuffer in den Schätzungen

Wie bereits an verschiedenen Stellen des vorliegenden Research-Reportes dargelegt, befindet sich die United Commodity AG noch in einem sehr frühen Stadium ihrer operativen Tätigkeiten. Der operative Start von UC ist erst in diesem Jahr erfolgt. Mit der Inbetriebnahme der ersten Anlage und der kürzlich übernommenen Yukon-Recycling-Raffinerie werden ab dem zweiten Halbjahr 2012 erstmals Umsatzerlöse in nennenswertem Umfang realisiert werden können.

Geschäftsjahre 2013 und 2014 entscheiden, ob Potenziale gehoben werden können

Für eine rückblickende Betrachtung ist das bisherige Zahlenwerk der Gesellschaft angesichts der nicht gegebenen Aussagekraft somit wenig geeignet. Die Potenziale aus den vorhandenen Anlagen und einer weiteren, für das kommende Jahr vorgesehenen Anlage werden sich erst in den Zahlen für die Jahre 2013 und 2014 niederschlagen.

Daher greifen wir bei der Bewertung im vorliegenden Fall bei unseren Schätzungen im Grundsatz auf die Planungen des Unternehmens zurück. Ausgehend hiervon halten wir unter Vollauslastung und bei reibungslosem Betrieb einer UC-Minenschutt-Recyclinganlage (UC-TRF) ein jährliches Umsatzvolumen von bis zu 20 Mio. Euro für erreichbar. Aktuell befindet sich bereits eine erste Anlage in Betrieb. Zudem hat United Commodity kürzlich ebenfalls am Standort in Cobalt, Ontario eine Recycling-Raffinerie übernommen, so dass man den Markteintritt deutlich schneller vollziehen kann.

In den Planzahlen und unseren darauf aufbauenden Schätzungen wird ein planmäßiger Verlauf der Inbetriebnahme der zusätzlichen Kapazitäten unterstellt. Angesichts des guten Zustandes der übernommenen Raffinerie und der Verfügbarkeit erfahrenen Personals erscheint diese Annahme realistisch und plausibel. Bei aller gebotenen Sorgfalt sind jedoch mögliche Risiken aus Verzögerungen nicht vollkommen auszuschließen und können sich nachteilig auf das Erreichen der von uns erwarteten Umsatz- und Ergebniszahlen auswirken.

GSC-Schätzungen beinhalten Anlaufeffekte bei den Anlagen

Ausgehend von der ab dem zweiten Halbjahr 2012 anlaufenden Geschäftstätigkeit und der Businessplanung des Unternehmens gehen wir bei unseren Schätzungen von einem jährlichen Umsatzvolumen von bis zu 20 Mio. Euro aus einer vollausgelasteten und reibungslos laufenden UC-RTF-Anlage aus.

Für ein Erreichen dieser Vollauslastung kalkulieren wir bewusst vorsichtig mindestens ein Kalenderjahr ab Inbetriebnahme. Darin sind dann etwaige Effekte wie die Inbetriebnahmephase und mögliche Verzögerungen berücksichtigt. Neben der inzwischen in Betrieb genommenen Anlage sowie der übernommenen Yukon Recycling-Raffinerie ist für 2013 der Bau einer weiteren Anlage vorgesehen.

Vor diesem Hintergrund erachten wir die für das Geschäftsjahr 2013 in unserem Modell angesetzten Umsatzerlöse in Höhe von 16,8 Mio. Euro als realistisch und plausibel. Bei einem verzögerungsfreien Start der Recycling-Raffinerie und einem planmäßigen Erreichen der Vollauslastung der Minenschutt-Recycling-Anlage sehen wir hier durchaus auch noch gewisses Überraschungspotenzial nach oben. Andererseits enthält die Schätzungen ausgehend von den eingangs genannten Werten bewusst einen gewissen Sicherheitspuffer für etwaige Verzögerungen bei der Inbetriebnahme oder dem Erreichen der Vollauslastung.

Auch die Schätzungen für 2014 haben bewusst wir mit einem gewissen Sicherheitspuffer versehen. Hintergrund ist unter anderem der noch nicht sicher zu prognostizierende Zeit-horizont, der für die Erlangung der entsprechenden behördlichen Genehmigungen erforderlich ist. Die aktuell laufenden Anlagen sind angesichts des Pilotcharakters bzw. im Verbund mit einer Forschungseinrichtung, die über entsprechende Genehmigungen verfügt, sehr schnell an den Start gegangen. Für die übernommene Recyclingraffinerie liegen ebenfalls entsprechende Betriebsgenehmigungen vor.

Zugrunde liegen der 2014er Schätzung eine vollausgelasteten Minenschutt-Recycling-Anlage, die Recycling-Raffinerie sowie eine weitere im Jahre 2013 errichtete und in Betrieb genommene Minenschuttrecyclinganlage, die in 2014 ihre Vollauslastung erreichen sollte.

	2012e	2013e	2014e	2015e
Umsatz	1,5 Mio.	16,8 Mio.	32,9 Mio.	49,2 Mio.
EBITDA	0,4 Mio.	10,7 Mio.	22,8 Mio.	34,7 Mio.
EBIT	0,4 Mio.	10,2 Mio.	20,3 Mio.	29,7 Mio.
Jahresüberschuss	0,2 Mio.	4,7 Mio.	8,5 Mio.	13,3 Mio.
Ergebnis/Aktie	0,05 €	1,33 €	2,41 €	3,80 €

Quelle: Schätzungen GSC Research. Alle Angaben in Euro, Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter

Ab dem Jahr 2014 gehen wir analog zur Unternehmensplanung davon aus, dass UC pro Kalenderjahr jeweils zwei weitere Minenschutt-Recyclinganlagen bauen und in Betrieb nehmen kann. Zusätzliche Fantasie auf der Ertragsseite könnte sich in den Jahren 2014 und darüber hinaus aus Lizenzgebühren für die UC-RPM Technologie ergeben. Diese sind in unserer Schätzung noch nicht enthalten, da eine seriöse Prognose über Zeitpunkt und möglichen Umfang derzeit noch nicht möglich ist.

Bewertung anhand einer Peer Group kaum sinnvoll möglich

Die Bewertung der United Commodity-Aktie anhand vergleichbarer Peer-Group-Unternehmen an der Börse ist kaum möglich, da hier keine Gesellschaften mit vergleichbar klar fokussiertem Geschäftsmodell zu finden sind. Einzig vergleichbar ist die südafrikanische **DRDGold Ltd.**, die sich in einem Teilbereich mit dem Minenabraum-Management und Minenabraumrecycling beschäftigt, jedoch zugleich auch als klassischer Goldförderer aktiv ist und hier Platz 4 unter den südafrikanischen Bergbauunternehmen belegt.

Im Bereich Minenabraum-Management und Minenabraumrecycling ist **DRDGold** derzeit klar der weltweite Marktführer. Die Kapazität der vorhandenen Anlage liegt bei über 20.000 Tonnen pro Tag. Angesichts des breiter aufgestellten Geschäfts und einer Abdeckung auch deutlich risikoreicherer Bereiche der Wertschöpfungskette im Miningbereich ist ein Vergleich nur eingeschränkt möglich. Derzeit wird dem breit aufgestellten Marktführer mit Aktivitäten auch in der Förderung vom Markt ein erwartetes 2013er-KGV von knapp 6 zugebilligt.

Im Vergleich zu United Commodity fokussiert sich **DRDGold** jedoch klar auf den südafrikanischen Markt und dabei zunächst vor allem auf die Abarbeitung der eigenen Abraumhalden, die zum Teil direkt im Stadtgebiet von Johannesburg zu finden sind. Der vorhandene Abraum – Schutt aus 130 Jahren Goldförderung – reicht nach Unternehmensangabe bei den derzeit eingesetzten Kapazitäten wohl für eine Anlagenauslastung in den kommenden 75 Jahren. Eine Ausweitung der Aktivitäten auf weitere Minenabraumhalden von Dritten oder der Eintritt in weitere Märkte ist derzeit nicht vorgesehen.

Ermittlung eines fairen Werts für die United Commodity-Aktie

Auf Basis des Mittelwertes aus den GSC-Ergebnisschätzungen für die Jahre 2013 bis 2015, in denen das Unternehmen jeweils ganzjährige Geschäftsaktivitäten aufweist, ergibt sich ein durchschnittlicher Gewinn von 2,51 Euro je Aktie. Unter Zubilligung eines von uns als fair erachteten durchschnittlichen Kurs-Gewinn-Verhältnisses von 10 in Bezug auf die Ergebniserwartungen ergibt sich daraus ein fairer Wert je Aktie in Höhe von 25,10 Euro.

Aufgrund der Unternehmensgröße, der aktuell laufenden Bemühungen zum Wechsel des Hauptbörsenplatzes – ein Wertpapierprospekt befindet sich in Erstellung – und der noch im Anlauf befindlichen Geschäftsaktivitäten nehmen wir auf diesen Wert einen Sicherheitsabschlag von 10 Prozent vor. Hieraus ergibt sich ein fairer Wert je Aktie von 22,59 Euro, den wir auf unser Kursziel von 23,00 Euro aufrunden. Bezogen auf die Ergebnisschätzung für das Jahr 2014 in Höhe von 2,41 Euro ergibt sich damit eine Bewertung mit einem einstelligen KGV. Beim aktuellen Kurs beträgt das 2014er KGV somit 7,6.

Plausibel erscheint diese Bewertung auch bei einem Vergleich mit einer Peer Group aus über 100 Unternehmen aus dem Rohstoffbereich, denen im Schnitt ein aktuelles KGV von 11,3 zugebilligt wird. Dabei ist zu berücksichtigen, dass diese Firmen sich größtenteils auf die Exploration und Förderung konzentrieren, wo die Aktivitäten wie im Exkurs auf Seite 10 beschrieben deutlich risikoreicher sind. Zudem steckt der Abraumrecyclingmarkt noch in den Kinderschuhen und birgt somit enormes Wachstumspotenzial.

Wir gehen daher davon aus, dass der United Commodity-Aktie im Zuge der planmäßigen Inbetriebnahme und Auslastung ihrer Anlagen mittelfristig vom Markt eine höhere Bewertung als Explorern und Förder-Unternehmen zugestanden wird.

5.) Fazit

Chancen durch frühzeitiges Investment in den aufstrebenden Nischenmarkt des Minenabraum-Recyclings

Mit der United Commodity Aktie bietet sich dem Investor die Möglichkeit, frühzeitig in das Minenabraum-Recyclinggeschäft zu investieren. Der operative Schwerpunkt des Unternehmens liegt derzeit auf dem kanadischen Markt. Durch die vorhandene UC-RPM® Tailingrecycling- und -gewinnungstechnologie, die sich im Patentierungsprozess befindet und bereits in industriellem Maße einsetzbar ist, verfügt das Unternehmen über eine gute Ausgangsposition. Verbessert wird diese durch den jüngst vollzogenen Erwerb der Yukon Recycling Raffinerie, wodurch der Markteinstieg weiter beschleunigt werden dürfte.

Bei Bewertung des Unternehmens ist jedoch zu beachten, dass der operative Start erst in diesem Jahr erfolgt ist und die Umsatz- und Ertragspotenziale aus den vorhandenen Kapazitäten daher erst in den Jahren 2013 und 2014 realisiert werden können. Wenngleich die Ausgangsposition hier insgesamt vielversprechend erscheint, sind zum aktuellen Zeitpunkt Risiken aus Verzögerungen beim Anlaufen der Anlagen nicht auszuschließen und müssen vom Investor im Auge behalten werden.

Auf Basis der Unternehmensplanung – die uns plausibel und erreichbar erscheint – strebt United Commodity in 2013 Umsatzerlöse in einer Größenordnung von 16,8 Mio. Euro bei einem Gewinn im Bereich von 1,33 Euro je Aktie an. Im Jahr 2014 soll sich das Geschäft auf gut 32 Mio. Euro und einen Gewinn von 2,41 Euro je Aktie nochmals annähernd verdoppeln.

Für spekulativ und risikofreudig agierende Anleger erscheint das aktuelle Kursniveau von 18,30 Euro durchaus interessant und aussichtsreich. Das Kurspotential der Aktie sehen wir – einen planmäßigen Geschäftsverlauf unterstellt – auf Jahressicht bei 23 Euro, was einem einstelligen KGV auf Basis des erwarteten Ergebnisses in 2014 entspricht und angesichts des bestehenden Chance-Risiko-Profiles als fair angesehen werden kann.

Gewinn- und Verlustrechnung

United Commodity AG										
in Mio. € / Geschäftsjahr bis 31.12.	2011		2012e		2013e		2014e		2015e	
Umsatzerlöse	0,4	100,0%	1,5	100,0%	16,8	100,0%	32,9	100,0%	49,2	100,0%
Veränderung zum Vorjahr			250,0%		1048,6%		96,5%		49,4%	
Sonstige betriebliche Erträge	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Gesamtleistung	0,4	100,0%	1,5	100,0%	16,8	100%	32,9	100,0%	49,2	100%
Veränderung zum Vorjahr			250,0%		1048,6%		96,5%		49,4%	
Aufwendungen für Material und Vertrieb	0,9	220,0%	0,3	22,9%	3,8	22,9%	7,4	22,5%	10,8	21,9%
Veränderung zum Vorjahr			-63,6%		1050,0%		93,5%		44,9%	
Personalaufwand	0,2	54,0%	0,2	15,4%	0,7	4,0%	1,0	3,0%	1,4	2,9%
Veränderung zum Vorjahr			0,0%		196,3%		50,0%		41,7%	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	0,9	220,0%	0,5	34,3%	1,6	9,5%	1,8	5,3%	2,3	4,7%
Veränderung zum Vorjahr			-45,5%		216,7%		10,5%		33,3%	
EBITDA	-1,6	-394,0%	0,4	27,4%	10,7	63,7%	22,8	69,1%	34,7	70,5%
Veränderung zum Vorjahr			-124,4%		2566,7%		113,3%		52,4%	
Abschreibungen	0,0	2,0%	0,0	0,6%	0,5	3,0%	2,5	7,6%	5,0	10,2%
Veränderung zum Vorjahr			0,0%		5900,0%		400,0%		100,0%	
EBIT	-1,7	-396,0%	0,4	26,9%	10,2	60,7%	20,3	61,5%	29,7	60,3%
Veränderung zum Vorjahr			-123,7%		2495,7%		99,2%		46,5%	
Finanzergebnis (+ Ant. Dritter bei Pers.G.)	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Ergebnis vor Steuern	-1,7	-396,0%	0,4	26,9%	10,2	60,7%	20,3	61,5%	29,7	60,3%
Steuerquote	30,0%		0,0%		0,0%		3,0%		6,9%	
Ertragssteuern	-0,5	-118,8%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,6	1,8%	2,1	4,2%
Jahresüberschuss	-1,2	-277,2%	0,4	26,9%	10,2	60,7%	19,7	59,7%	27,6	56,1%
Veränderung zum Vorjahr			-133,9%		2495,7%		93,3%		40,5%	
Saldo Bereinigungsposition	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Anteile Dritter (an Kap.Ges.)	0,0	0,0%	0,2	13,7%	5,5	32,8%	11,2	34,0%	14,3	29,1%
Bereinigter Jahresüberschuss	-1,2	-277,2%	0,2	13,1%	4,7	27,9%	8,5	25,7%	13,3	27,1%
Veränderung zum Vorjahr			-116,6%		2334,8%		81,1%		57,5%	
Anzahl der Aktien	3,500		3,500		3,500		3,500		3,500	
Gewinn je Aktie	-0,33		0,05		1,33		2,41		3,80	

Aktionärsstruktur

Verwaltungsrat	ca. 50%
Family Offices	ca. 20%
Streubesitz	ca. 30%

Termine

Mitte September 2012	Veröffentlichung des 6-Monats-Abschlusses
ca. Ende März 2013	Veröffentlichung der Geschäftszahlen 2012

Kontaktadresse

United Commodity AG
Bälliz 64
CH-3600 Thun

Internet: www.united-commodity.com

Ansprechpartner Investor Relations:

Jochen Schäfer

Tel.: +41 (0) 44 / 533 10 30

Email: info@united-commodity.com

Disclosures

Die Einstufung von Aktien beruht auf der Erwartung des/der Analysten hinsichtlich der Wertentwicklung der Aktie während der folgenden zwölf Monate. Dabei bedeutet die Einstufung „Kaufen“ eine erwartete Wertsteigerung von mindestens 15%. „Halten“ bedeutet eine Wertsteigerung zwischen 0% und 15%. „Verkaufen“ bedeutet, dass die erwartete Wertentwicklung negativ ist. Sofern nicht anders angegeben, beruhen genannte Kursziele auf einer Discounted-Cash-flow-Bewertung und/oder auf einem Vergleich der Bewertungskennzahlen von Unternehmen, die nach Ansicht des/der jeweilige(n) Analyst(en) vergleichbar sind. Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird durch den/die Analysten unter Berücksichtigung des Börsenklimas angepasst.

Übersicht über unsere Empfehlungen für die Aktie in den vergangenen 12 Monaten:

Veröffentlichungsdatum	Kurs bei Empfehlung	Empfehlung	Kursziel
---	---	---	---

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.06.2012):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	54,3%	65,2%
Halten	42,9%	34,8%
Verkaufen	2,9%	0,0%

Mögliche Interessenskonflikte bei in diesem Research-Report genannten Gesellschaften:

Firma	Disclosure
United Commodity AG	1

1. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren Research-Berichte im Auftrag der Gesellschaft erstellt.
2. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren Beratungsleistungen für die Gesellschaft erbracht.
3. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren an der Umplatzierung von Aktien der Gesellschaft mitgewirkt.
4. Von GSC Research und/oder ihren verbundenen Unternehmen als (Sub-)Berater betreute Anleger halten Aktien der Gesellschaft.
5. Der Verfasser oder andere Mitarbeiter von GSC Research halten unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate (Gegenwert >500 Euro).
6. Organe und/oder maßgebliche Aktionäre dieser Gesellschaft sind an der GSC Holding AG als Mutter von GSC Research unmittelbar beteiligt.
7. Nach Kenntnis von GSC Research halten Investoren, die mit 2,5% oder mehr an der GSC Holding AG als Mutter von GSC Research beteiligt sind (siehe www.gsc-ag.de), unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate.

Haftungserklärung

Die in dieser Studie enthaltenen Informationen stammen aus öffentlichen Informationsquellen, die die GSC Research GmbH für vertrauenswürdig und verlässlich halten. Für deren Korrektheit und Vollständigkeit sowie mögliche andere Fehler jeglicher Art kann jedoch keinerlei Haftung übernommen werden. Für die Richtigkeit von zur Erstellung der Studie seitens der Gesellschaft eventuell zur Verfügung gestellten Unterlagen und erteilten Auskünfte ist diese selbst verantwortlich. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle und subjektive Einschätzung des/der Analysten wider und können ohne vorherige Ankündigung jederzeit geändert werden.

Diese Studie ist ausschließlich für Anleger mit Geschäftssitz in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt. Die Studie dient nur der Information und stellt keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Aktien oder anderen Finanzinstrumenten dar. Jeder Anleger wird hiermit aufgefordert, sich ausführlich und weitergehend zu informieren und bei etwaigen Anlageentscheidungen eine qualifizierte Fachperson zu Rate zu ziehen. Jedes Investment in Aktien oder andere Finanzinstrumente ist mit Risiken verbunden und kann schlimmstenfalls bis zum Totalverlust führen. Weder die GSC Research GmbH noch ihre verbundenen Unternehmen, gesetzlichen Vertreter und Mitarbeiter haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit Inhalten dieser Studie stehen.

Die Erstellung und Verbreitung dieser Studie untersteht dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Ihre Verbreitung in anderen Jurisdiktionen kann durch dort geltende Gesetze oder sonstige rechtliche Bestimmungen beschränkt sein. Personen mit Sitz außerhalb der Bundesrepublik Deutschland, in deren Besitz diese Studie gelangt, müssen sich selbst über etwaige für sie gültige Beschränkungen unterrichten und diese befolgen. Diese Studie darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung durch die GSC Research GmbH weder vollständig noch teilweise nachgedruckt oder in irgendeiner Form gespeichert werden.

Für die Erstellung dieser Studie ist die GSC Research GmbH, Pempelforter Str. 47, 40211 Düsseldorf verantwortlich.