

Ad hoc-Meldung zur CHECK-Analyse Nr. 2 vom Januar 2017 CHECK-AUDIT „JC Indian Sandalwood 5 GmbH & Co. KG“,

Präambel

In unserer CHECK-Analyse Nr. 2 vom Januar 2017 „JC Indian Sandalwood 5 GmbH & Co. KG“, ein nach dem Vermögensanlagengesetz § 1 Abs. 2. Nr. 3+4 erstelltes Investmentangebot an Investoren, die als Darlehensgeber indirekt vom wirtschaftlichen Ergebnis der Verwertung von Sandelholzprodukten aus australischer Plantagenbewirtschaftung profitieren können, hat CHECK Aussagen zum Schlüsselpartner TFS, jetzt Quintis Ltd. und zu langfristigen Lieferverträge getroffen, die nach Stand des aktuellen Börsenkapitals im 2. Quartal 2017 korrigiert werden müssen. Zum Beispiel der Hinweis in der CHECK-Analyse S. 4, dass das für die operative Betriebsführung verantwortliche Unternehmen eine Marktkapitalisierung von ca. USD 600 Mio. aufweist. Diese Aussage trifft nach einem Kurseinbruch (von ca. AUD 1,41/Stück auf AUD 0,29/Stück) auf zurzeit USD 130 Mio. Börsenkapitalisierung nicht mehr zu. Ferner endeten die Geschäftsbeziehungen zu zwei Großkunden, so dass ein bis 2021 kalkuliertes Absatzpotenzial ersetzt werden muss. Die eine endete, weil entgegen der ursprünglichen Vereinbarung keine weiteren Bestellungen vorgenommen wurden (Chinakunde Richer Link). Die andere weil von der Konzernmutter eine andere Produktentscheidung getroffen wurde (US-Kunde Galderma).

Wegfall von langfristigen Großkunden

Ein chinesischer Großkunde, der ursprünglich für 5 Jahre eine jährliche Abnahmemenge von 150 Tonnen Sandelholz geplant hatte (entspricht etwa 5.550 kg Sandelholzöl), gemeint ist der chinesische Abnehmer „Shanghai Richer Link“ (SRL), hat 2017 keine weiteren Bestellungen vorgenommen. Damit entfällt ein Umsatz von zurzeit jährlich ca. USD 25 Mio. bei einem kalkulierten Basispreis von USD 4.500/KG Sandelholzöl, kumuliert auf 5 Jahre USD 125 Mio. SRL hatte im Vorjahr alle Restholzbestände 2016 aufgekauft (ca. 15 Tonnen Sandelholz) und per Vorkasse bezahlt, ca. USD 2,5 Mio. Daher spielte die von dem Short-Seller Glaucus Research Group (GRG) aus Kalifornien geäußerte Kritik an der zu geringen Bonität dieses Kunden SRL keine Rolle. Für das Liefernetzwerk in China spielt die Bonität des Logistikunternehmens eine untergeordnete Rolle. Entscheidend ist die Bonität des zahlenden Endkunden. Das Logistikunternehmen selbst ist ein KMU, kein Pharma- oder Kosmetikkonzern. Auf die Bonität des Endkunden kommt es allerdings durchaus an. Daher geht die GRG-Kritik an Quintis in die Leere. In der Regel werden großvolumige Bulkdeals über Projektgesellschaften abgewickelt, die von Lieferant und Kunde kontrolliert werden. Der Logistiker nimmt den vermittelten Umsatz gar nicht auf seine Bücher. Bei größeren Summen ist das Risiko eines Interessenkonflikts beim Intermediär zu hoch. Beim KMU tauchen nur Dienstleistungshonorare auf. Kein Wunder, dass GRG

in den SRL-Bilanzen nur sechsstellige Gewinne findet! Ein Anfänger-Researchfehler des kalifornischen Short-Sellers? Wohl kaum: Vielmehr wurde erklärtermaßen absichtsvoll die irrelevante Bonität des Logistikers mit der angeblich mangelhaften Bonitätsprüfung des Lieferanten Quintis in Verbindung gebracht. Dessen CEO hatte dagegen an den chinesischen Logistiker nur gegen Vorkasse geliefert. So ist die Restware von ca. 15 Tonnen Sandelholz für 2016 von SRL gezahlt und an SRL ausgeliefert worden.

Galderma-Vertrag beendet

Ebenfalls gekündigt wurde der ursprünglich langfristig angesetzte Liefervertrag mit dem TFS/Quintis-Kunden und Nestle-Tochter-Unternehmen „Galderma“. Nach einer Lieferung von 1.200 KG/Öl in 2016 endete der Vertrag Ende 2016 allerdings mit der Option, dass er bis Mitte 2017 wieder aufleben könne. Der Rahmenvertrag mit Galderma war auf 20 Jahre ausgelegt. Vereinbart waren variable Liefermengen. Damit brach ein seinerzeit als langjähriger Großkunde eingeplanter Sandelholzabnehmer weg. Quintis veröffentlichte diese Information am 10.05.2017. Die australische Börsenaufsicht forderte daraufhin am 11.05.2017 Quintis im Rahmen eines offiziellen Auskunftsverfahrens dazu auf, über die näheren Umstände dieser Geschäftsbeziehung mit Galderma und SRL aufzuklären. Es ging um die Klärung der Frage, ob das Management gegen Veröffentlichungspflichten verstoßen haben könnte („ASX Aware Query“).

Cessation of Supply

In einer am 06.06.2017 veröffentlichten Stellungnahme erläutert Quintis erneut den Hintergrund des Galderma-Deals („Cessation of Supply“), nachdem das Unternehmen am 10.05.2017 von der australischen Börsenaufsicht in einem 7-seitigen Schreiben mit detaillierten Fragen zum Hintergrund aufgefordert worden war, die Umstände zu erklären, warum der am 16.12.2016 von Galderma beendete Vertrag erst am 10.05.2017 offiziell kommuniziert wurde. Die Quintis-Antwort läuft darauf hinaus, dass ein internes Kommunikationsdefizit zwischen dem US-Tochterunternehmen und der Konzernmutter aufgetreten war und der Galderma-Deal zudem noch nicht ganz abgeschlossen worden war (wg Wiederaufnahmeoption per Juli 2017). Dieser Deal könne übrigens auch weiterhin in anderer Form wieder aufleben, wenn die Quintis-Tochter die klinischen Tests für das Santalis-Medikament „Santalum album“ die letzte klinische Prüfung vor der US-FDA-Zulassungsbehörde erfolgreich bestanden hat. Diesbezüglich sei man mit Galderma in „ongoing discussions“ um Kooperationen auszuloten „to be a future partner of Santalis on these dermatology products“.

Folgen der möglichen Complianceverletzung

Nachdem der Börsenkurs daraufhin schrittweise deutlich eingebrochen war, ersuchte Quintis die Börse am 17.05.2017 um eine Aussetzung des Börsenhandels bis zum 24.05.2017 („Request of Voluntary Suspension“).

Unter anderem mit dem Hinweis auf die erforderliche Zeit, um das Auskunftsverfahren und die Zukunftsaussichten des Unternehmens fundiert überarbeiten zu können. Quintis war von der Börsenaufsicht am 10.05.2017 aufgefordert worden, die internen Complianceregeln offen zu legen („Reporting lines“), die verhindern, dass börsenrelevante Informationen nicht an das leitende Management gemeldet und nicht hinreichend auf kursrelevante Wirkungen überprüft wurden. Dieser Aufforderung ist Quintis ausführlich nachgekommen. In ihrer Begründung erläuterte das Unternehmen, dass der Galderma-Umsatz seit 2015 eine Minimalgröße von 1,5 % der gesamten Jahresumsätze ausgemacht habe und daher als wenig relevant eingestuft worden war.

Die Vorgeschichte

Am 27. März 2017 hatte Quintis auf eine vormalige Anfrage der Börsenaufsicht vom 24.03.2017 ein 8-seitiges Antwortschreiben veröffentlicht, in dem das Management, seinerzeit noch unter Frank Wilson, begründete, warum die Kundenbeziehung zu „Shanghai Richer Link“ unter „normalen“ Umständen verlaufen war und der langjährige Großdeal am 26.02.2016 offiziell verkündet wurde („announcement the signing of a supply contract“). Quintis hatte darin bekräftigt, dass es keinen Hinweis auf ein Kreditrisiko dieses Kunden gegeben habe („no credit risk associated with Shanghai Richer Link“). Vielmehr sei gegen Vorkasse bezahlt und geliefert worden.

Fragenrunde der Börsenaufsicht

Am 24.03.2017 hatte die ASX-Börsenaufsicht ein 5-seitiges Schreiben an Quintis mit der öffentlichen Aufforderung versandt, zu Vorwürfen Stellung zu nehmen, die am 22.03.2017 in einem 39-seitigen „Research Report“ gegen TFS/Quintis erhoben worden waren.

Der Angriff der „Glaucus Research Group“ (GRG)

Gegenstand dieser Research Reports der „Glaucus Research Group“ vom 22.03.2017 aus Kalifornien war unter anderem, dass der TFS-Kunde „Shanghai Richer Link“ (SRL) ein bonitätsarmes Kleinunternehmen sei, dessen Umsätze 2015 im niedrigen einstelligen RMB Mio.-Bereich lagen und keine Plausibilität für einen Deal im 2-3-stelligen USD-Mio.-Bereich aufzuweisen hätten. Insofern sei es irreführend gewesen, auf SRL zu setzen, die diesen Vertrag mit TFS/Quintis nicht hätte erfüllen können. Da dieser Umsatzträger einen Anteil von knapp 60 % des Quintis-Absatzes bis 2021 absorbiert hätte („the majority of harvests to 2021 have been forward sold“) und ein Ersatz durch neue Kunden unwahrscheinlich sei, müsse Quintis zwangsläufig Vertrauensverluste unter Investoren und Aktionären hinnehmen. Wie erläutert, kam und kommt es auf den das Netzwerk liefernden Dienstleister im Zielland weniger an als auf die Bonität der Endkunden.

Quintis-Erwiderng: Klumpenrisiko vermeiden

Aus dem Quintis-Managementumfeld wird diese Einschätzung mit dem Hinweis zurückgewiesen, dass die Auswahl eines kleinen, gut vernetzten Händlers bevorzugt worden war, um die Abhängigkeit von Großabnehmern zu vermeiden, obwohl diese Option bestanden hätte und zurzeit auch wieder geprüft werde. Denn dank ihrer Marktmacht müsse man bei Großabnehmer preislich deutlich ungünstigere Konditionen hinnehmen, erhalte im Gegenzug in der Regel jedoch langfristiger kalkulierbare Absatzbeziehungen.

Interessenkonflikte

Unter den weiteren GRG-Vorwürfen: Manipuliert worden sei bei den Preis- und Nachfrageprognosen. Es handele sich um Prognosen, die durch Gutachter erstellt wurden, die zu TFS Geschäftsbeziehungen unterhielten, Z. B. „Incipient Capital“. Dessen CFO und Founding Partner Phillip Shamieh sei zugleich Direktor der TFS-Tochter „Gulf Natural Supply“ und damit einem Interessenkonflikt unterlegen. Bestritten wurde auch die Unabhängigkeit des Gutachters Dr. Anatha Padmanabha, dessen konservative Sandelholz-Preisprognosen in der CHECK-Analyse zitiert wurden. CHECK berief sich auf dessen 40-jährige Expertise auf dem Gebiet der Sandelholzforstwirtschaft. Dass Dr. Padmanabha vormals als Berater für die Landentwicklung „consultant to Forest Rewards, Western Australia“ und dem „Department of Conservation and Land Development (CALM)“ diene, ist aus unserer Sicht kein hinreichender Grund, irreführende Prognosen abgegeben haben zu können. Allerdings wäre ein Hinweis auf mögliche Interessenkonflikte der Gutachter angemessen gewesen.

McKinsey Research

Das Unternehmen legt in seiner Replik auf die GRG-Kritik, Interessenkonfliktrisiken verschwiegen zu haben, Wert auf ein im August 2016 erstelltes, richtungsweisendes Gutachten durch die weltweit professionell aufgestellte Research- und Beratungskanzlei McKinsey. Der 100-seitige Marktreport wurde bisher nicht veröffentlicht. Nach CHECK-Informationen aus dem Partnerumfeld des Quintis-Managements seien die Sandelholz-Markt- und Wertentwicklungsannahmen Gegenstand dieses Reports. Mangels Einblick war es bisher jedoch nicht möglich, auf den Inhalt dieses Reports Bezug zu nehmen. Ein verallgemeinertes Fazit dieses Reports findet sich auf S. 3 der Quintis-Replik vom 27.03.17 auf den GRG-Report vom 22.03.17. Demnach weise der Trend dieses Reports auf die Herausforderung hin, dass jeder einzelnen Markt für Sonderholzprodukte individualisiert erschlossen werden müsse, „According to the McKinsey-Report, demand Groth ist dependent on the supply of sustainable Indian Sandalwood (Album) and the effective development of each market.“ Zugleich bestätige der Report, dass China für Sandelholz ein „very large and growing market“ darstelle.

Die Reaktion des betroffenen Unternehmens

Am 27.03.2017 kam Quintis der Aufforderung der ASX-Börsenaufsicht nach, Fragen zu den im Glaucus-Report erhobenen Vorwürfen zu beantworten. Quintis erhob den Gegenvorwurf, dass die GRG-Behauptungen „substanziell und eklatant inakkurat“ seien und eher dem eigenen Interesse geschuldet seien, durch die Spekulation auf fallende Kurse sich selbst zu bereichern. Die Börsenaufsicht verlangte zu diesem Vorwurf von Quintis eine veröffentlichungsfähige Begründung. Quintis bestätigte zunächst, dass der chinesische Kunde SRL nach einer kleinen Erstbestellung kein weiteren Bestellungen erteilt habe. Quintis betonte allerdings, dass das Bestellvolumen dieses Kunden nur einen Bruchteil der chinesischen Nachfrage darstelle. Unter Bezug auf das McKinsey-Gutachten bezifferte Quintis die China-Nachfrage mit jährlich 5.300 Tonnen bis 6.400 Tonnen Kernholz bis 2025.

Angeblich Preise manipuliert

GRG hatte außerdem den Vorwurf erhoben, dass Quintis durch den Aufkauf von geernteten Sandelholzbäumen Preismanipulationen vorgenommen habe. Angeblich sollte mit Hilfe in 2016 vom Kapitalmarkt neu angeworbenen EKs von AUD 60,5 Mio. 221 Hektar Plantagenland erworben werden. Tatsächlich seien jedoch geerntete Sandelholzbäume zu einem um 10 % erhöhten Preis von Plantagenbesitzern erworben worden. Diese Finanzmittel hätten, so Glaucus, aus Sandelholzzumsätzen und nicht aus Einwerbungskapital stammen sollen. Durch die Zahlung von um 10 % erhöhter Vergleichspreise (über dem Höchstgebot einer internen Auktion) seien zudem angeblich unrealistische, überhöhte Quintis-Preisannahmen „gestützt“ worden. Es seien Ponzi-ähnliche Zirkelgeschäfte getätigt worden, um die hohen diskontierten Zeitwerte legitimieren zu können, auf denen die überhöhten Zeitwerte der Bäume und damit des Unternehmenswerts beruhten. Aus dem Quintis-Managementumfeld wird dagegen erläutert, dass der partielle Aufkauf von Sandelholzernten 1. der Erfüllung von Lieferpflichten und 2. dem Ausbau der Monopolstellung als Sandelholzanbieter diene. Dem Ausbau der Quintis-Marktdurchdringung komme dabei eine wichtige Rolle zu. Z. B., um möglichen Wettbewerbern zuvor zu kommen. Liegt doch die patentierte Expertise des ca. 20-jährigen Plantagenbewirtschaftungsfortschritts beim Mutterunternehmen Quintis.

Kaufverträge mussten offen gelegt werden

Die ASX-Börsenaufsicht forderte Quintis daraufhin auf, die genauen Umstände der Kaufvertragsanbahnung ihrer Großkunden zu schildern und dabei Namen, Preise, Liefermengen und Lieferperioden offen zu legen. „Please provide the names and any material information in relation of each of the byers in China, India, the Middle East and the US referred to the announcements above.“ Dieser Aufforderung ist Quintis nachgekommen und hat damit sensible Geschäftsbeziehungen offen gelegt.

Rücktritt CEO Frank Wilson

Am 28.03.2017 trat Frank Wilson (FW), CEO und größter Aktienbesitzer von knapp 14 % der Quintisaktien, von seinen Ämtern bei Quintis mit der Begründung zurück, freie Hand bei den Übernahmeverhandlungen mit einem potenten Investor erhalten zu wollen. Damit solle ein interessenkonfliktfreies Delisting von der Börse vorbereitet werden. Andere Quelle bestätigen, dass ein Delisting seit längerem geplant war. Bisher ist ein offizielles Übernahmeangebot nicht unterbreitet worden.

„Clarification Statement“

In Abgrenzung zu den Äußerungen von Frank Wilson, dass mit einem potenten Investor verhandelt werde, legte die Unternehmensführung unter Dalton Gooding (Chairman), Alistair Stevens (CFO), Gerry Bullon (Analyst) und Cameron Morse (FTI Consulting) am 28.03.2017 offiziell Wert auf die Feststellung, dass sich weder ein Investor offenbart habe, noch dass ihnen Gespräche dieser Art bekannt seien, noch dass das Unternehmen zu keiner Zeit in irgendeiner Form ein Angebot oder Informationen zu einem Übernahmeangebot erhalten habe. CHECK erfuhr allerdings aus dem Quintis-Managementumfeld, dass inzwischen intern über mehrere Angebote dieser Art verhandelt werde.

Pflichtmitteilung zur Beendigung der Galderma Geschäftsbeziehung

In dieser von weiteren Kursverlusten begleiteten Situation (der Kurs fiel unter AUD 1,-/Stück) teilte das Unternehmen am 10. Mai 2017 pflichtgemäß in einem „Update on Galderma contracts“ mit, dass der US-Großkunde Galderma aus dem langfristigen TFS-Liefervertrag ausgestiegen sei und zwar bereits per 16.12.2016. Das Statement des Chairmens Gooding, dass es sich um einen „unakzeptablen“ Vorgang handele (dass das Board von dieser Tatsache erst jetzt erfahren habe), löste einen Kurssturz auf unter AUD 30 Cent/Stück aus. Dieser Kurssturz konnte erst durch die Aussetzung des Bösenhandels am 17.05.2017 gestoppt werden. Am bisher letzten Börsentag, dem 12.05.2017 wurden über 36 Mio. Stück Aktien gehandelt, ein Tagesabsatz von mehr als 70 Mal so viel Aktien wie vor der Galderma-Pflichtmitteilung.

Öl ins Feuer der Short-Seller

Die Quintis Pressemitteilung, dass der Galderma-Deal nicht fortgeführt werde, und vor allem der Zeitpunkt, zu dem diese Tatsache veröffentlicht wurde, sorgte unter den Aktionären für Irritationen und einen weiteren Kursverfall. In zahlreichen Stellungnahmen befürchteten die Aktionäre, dass noch weitere Complianceverletzungen unter den ausgewiesenen Quintis-Umsätzen zu befürchten sein könnten. Das Unternehmen betont demgegenüber, dass die Auswahl der Kunden bewusst nicht auf Großkunden beschränkt wurde, um eine Abhängigkeit eines Einflusses auf die Lieferbeziehungen zu vermeiden.

„Request for Voluntary Suspension“

Die Aussetzung des Handels wurde von Quintis für den 15.05.2017 am schriftlich zum Wochenbeginn beantragt und genehmigt. Auskunftsgemäß, um den von der Börsenaufsicht am 11.05.2017 verlangten Compliance-Bericht „finalisieren“ zu können. Außerdem arbeite man an einem „update“ der Unternehmensaussichten. Man erwarte, dass die Aussetzung bis zum 24.05.2017 oder bis zu einer Ankündigung des Unternehmens andauern werde. Ein Übernahmeangebot wurde nicht vorgelegt.

„Request for Extension of Voluntary Suspension“

Am 23.05.2017 folgte Fortsetzungsantrag des Unternehmens zur weiteren Aussetzung des Börsenhandels bis zum 07. Juni. Begründung: kürzlich habe das Unternehmen unverbindliche Angebote bekommen, Schulden in Eigenkapital umzuwandeln („potential debt and equity transactions“). Diese Gespräche treibe man mit dem Ziel voran, zu einer Transaktion zu kommen. Ferner arbeite man vor dem Hintergrund der jüngsten Kurseinbrüche nach wie vor an einer Aktualisierung des Ertragspotenzials des Unternehmens.

Korrektur des S&P-Ratings

Nachdem bereits die Ratingagentur Moodys das Unternehmen am 28.03.2017 auf Ramschniveau abgewertet hatte, folgte nun, am 31.05.2017 S&P mit einer Abwertung auf „CCC+“ „Credit watch“. Begründung: die Verzögerungen bei der Sandelholz-Käufersuche in China. Aus dem Quintis-Unternehmensumfeld in Deutschland wurde CHECK gegenüber jedoch bekräftigt, dass bestehende und neue Kunden aus China voraussichtlich in Kürze in die beendete Galderma-Lieferbeziehung einsteigen werden. Ein wesentlicher Neukunde ist der US-Endvermarkter „Young Living“ (siehe CHECK-Analyse).

Zur Quintis-Solvabilität: Halbjahresbericht vom 28.02.2017

Zeitraum 2. Jahreshälfte 2016: Demnach verdiente das Unternehmen AUD 152,6 Mio. Davon aus Produktverkäufen AUD 17 Mio., Dienstleistungshonoraren knapp AUD 30 Mio., laufenden Gebühren AUD 10 Mio. Zinsen und Sonstige Einnahmen AUD 8 Mio. sowie aus bereits realisierten Wertsteigerungen knapp 20 Mio. (non cash), aus biologischen Wertzuwächsen knapp AUD 68 Mio. (non cash). Laufende Aufwendungen fielen ca. AUD 100 Mio. an, pro Monat durchschnittlich AUD 17 Mio. Im Vorjahr waren es kumuliert für die operativen- und Finanzkosten ohne Investitionen ca. 11,8 Mio. p. m. und mit Investitionen ca. AUD 18,5 Mio., vergleichbar zum Folgejahr. Vor dem Hintergrund eines per Jahresende noch verfügbaren Kassenbestands von ca. AUD 90 Mio. Cash dürften spätestens nach 5 Monaten neue Zahlungsmittel erforderlich werden um eine Insolvenz abzuwenden. Vorausgesetzt, sonstige außergewöhnliche Belastungen wie eine realisierbare Put-Option aus dem Gesellschafterkreis bis zum 31.12.2017 in Höhe von ca. AUD 30 Mio. bleiben aus.

Aktuell durch Quintis korrigierte Solvabilität

In ihrem am 06.06.2017 veröffentlichten „Trading Update“ teilt das Unternehmen mit, dass der Kassenbestand (Cash) inkl. kassennaher Positionen (cash equivalents) per 31.05.2017 AUD 17 Mio. betrage. Daher werde mit den Übernahmekandidaten laufend u. a. über eine Rekapitalisierung verhandelt, um den laufenden Geschäftsbetrieb aufrechterhalten zu können. Für das erste Halbjahr 2017 erwarte man ein Umsatzvolumen von AUD 25 Mio. bis 35 Mio. Denn man erwarte sowohl den Wiederbeginn der China-Umsätze als auch der Indien-Exporte. Zurzeit beträgt der Umsatzanteil an den operativen Einnahmen noch unter 20 %.

Risiken durch Verletzung von Veröffentlichungspflichten

Obwohl der pflichtgemäß im 60-Tage-Rhythmus zu liefernde Finanzbericht an die Gläubiger noch nicht erfolgt sei, sei noch keine Kündigungen der Senior-Schuldverschreibungen ausgesprochen worden (ca. AUD 250 Mio.). Eine verzögerte Lieferung des Quartalsberichts könne zudem ein „event of default“ auslösen. Es besteht daher das Risiko einer „default notification“, die voraussichtlich die Zahlungsunfähigkeit des Unternehmens zur Folge hätte. Aktuell sei dieser Bericht verspätet. Darüber habe man mit den wichtigsten Anteilsinhabern gesprochen.

Request for Extension of Voluntary Suspension

Vor diesem Hintergrund hat das Unternehmen am 06.06.2017 eine neuerliche Aussetzung des Börsenhandels beantragt, vorläufig bis zum 21.06.2017. Begründung: Vor dem Hintergrund der laufenden Übernahmeverhandlungen sei es zu riskant, den Handel einem informationsdefizitären Umfeld zu überlassen. Solange die Übernahmeverhandlungen nicht abgeschlossen seien, könnte dies kontraproduktiv wirken und zu einem Verhandlungsfehler führen. Dies könnte eine für das Unternehmen bedrohliche Situation zur Folge haben und dessen Überlebensfähigkeit in Frage stellen („is critical to the Company’s continued financial viability“). Außerdem wird festgestellt, dass auch eine Verlängerung der Handelsaussetzung nach dem 21.06.2017 nicht auszuschließen sei, wenn der Transaktionsdeal noch nicht unter Dach und Fach sein sollte.

Bewertungsansatz ist entscheidend

Die JC-Ertragsprognosen korrelieren unmittelbar mit den Verwertungserlösen des Sandelholzöls, die aktuell auf dem Weltmarkt erzielt werden können. Steigen die Preise pro Kilo Sandelholzöl, steigen auch die diskontierten Zeitwerte. Und umgekehrt, stimmen die kalkulierten Lieferpotenziale mit den tatsächlich prognostizierten Ernteerträgen nicht überein, muss bei einem möglichen – wenn gleich auch nur vorübergehend auflaufenden - Überhang des Angebots mit einem Preisabschlag kalkuliert werden. Bisher deuteten die von TFS/Quintis initiierten Marktprognosen auf einen Nachfrageüberhang hin.

Bisherige Prognosen, Analysen und Gutachten belegten des Weiteren, dass der Nettoinventarwert des Unternehmens (NAV) mit den Absatzprognosen auf hohem Preisniveau, zuletzt USD 4.500/Kilo hochwertigen Sandholzöls, ansteigt. Mit diesem Anstieg begründet sich auch die Kreditwürdigkeit des Unternehmens. Umgekehrt sinkt dessen Kreditwürdigkeit in dem Maße, in dem Absatzprobleme und/oder Preisabschläge die Zeitwerte der Baumbestände und damit die des Unternehmens reduzieren. JC betonte CHECK gegenüber, dass die JC 5-Auszahlungsprognosen mit einem Risikoabschlag kalkuliert worden seien, so dass ein Einbruch von bis 24 % der Sandelholzpreisannahmen immer noch die prognostizierten Ausschüttungen in voller Höhe ermöglicht werden.

Interesse der Quintis-Aktionäre

Die Quintis-Aktionäre und die von den operativen Leistungen des Unternehmens abhängigen Investoren haben ein vitales Interesse daran, dass die operativen Sandelholz-Produktumsätze in den kommenden Jahren steigen und damit die künftigen Cash-Flows die Kosten der operativen Plantagenbewirtschaftung und des Schuldendienstes decken und eine günstigere Innenfinanzierung die deutlich teurere Außenfinanzierung ersetzt. Zurzeit belaufen sich die kurz- und langfristigen Verbindlichkeiten knapp ca. AUD 800 Mio. Etwa die Hälfte des operativen Cash-Flows muss Quintis zurzeit für den Schuldendienst aufwenden.

Vorwürfe gegen die JC-Gruppe

Zu den Rechercestärken der GRG gehört nicht, dass die JC-Gruppe in dem Short-Seller-GRG-Report als „institutionelle deutsche Bank“ bezeichnet wird. Mit 2 Mausklicks wäre dieser Irrtum vermeidbar gewesen. Der GRG-Report hat die JC-Gruppe mehrfach dafür kritisiert, dass den JC-Investoren bereits frühe Auszahlungen nach 2 Beteiligungsjahren in Aussicht gestellt werden, obwohl in dieser kurzen Zeit noch keine Sandelholzumsätze getätigt worden sein können. Wie in unserer CHECK-Analyse bereits ausgeführt, kommt es bei JC-Unit-An- und Verkäufen nicht darauf an, dass die Bäume bereits endverarbeitet an Dritte veräußert werden, bevor ein zahlungswirksamer Mehrwert realisiert wird. Dieser Mehrwert entsteht bereits durch das kontinuierlich biologische Wachstum und die (bisher steigenden) Marktwerte von Kernholz und Öl. Vorausgesetzt ist, dass die Wertschöpfungs- und Realisierungsketten intakt sind. Da der GRG-Report deren Prämissen anzweifelt, kommt dieser zu dem Ponzi-Vorwurf, dass aus Einwerbungskapital späterer Anleger, Auszahlungsansprüche früherer Investoren befriedigt werden. In diesem Punkt, die Sandelholz Wertschöpfungsquellen absichtsvoll zu unterschätzen, unterliegen die GRG-Shortseller einem massiven – selbst offen eingestandenen – Interessenkonflikt. Denn durch deren Spekulation auf fallende Börsenkurse profitieren die GRG-Shortseller in dem Maße, in dem der Quintiskurs nachgibt. Je größer dessen Einbruch, je höher der GRG-Profit.

Fakten aus der Sicht der JC-Gruppe

Die Emittentin der JC-Einwerbungsvehikel hat uns demgegenüber schriftlich versichert, dass

- „Die Jäderberg & Cie.-Gruppe und die von ihr verwalteten Investmentvehikel aktuell Eigentümer von vier Plantagen mit einer Gesamtgröße von knapp 600 Hektar (also ca. 1.000 Fußballfelder groß) mit etwa 300.000 Sandelholzbäumen sind.
- 55% davon gehören unseren Co-Investoren (knapp 1.000 Anleger in zwei Publikumsvehikel, etwa 20 semiprofessionelle Anleger in zwei weiteren regulierten Vehikeln, sowie 2 Einzellösungen für zwei „Familien“).
- Die aktuelle australische Buchbewertung beträgt etwa AUD 125 Millionen.
- Als Ernteerlöse erwarten wir hieraus ab 2028 über AUD 1.5 Milliarden.
- Um diese Ernteerlöse zusätzlich zu sichern und ggf. zu steigern, bereiten wir jetzt schon ein zweite „Standbein“ vor. Das heißt wir verhandeln mit europäischen Abnehmern, um eigene Produkte zu lancieren. Wir verstehen uns nicht als passiver Finanzinvestor, sondern als aktive Plantagenunternehmer, die zur Refinanzierung des Plantageninvestments Co-Investoren braucht.
- Wir planen in den kommenden vier Jahren weitere Plantagenflächen auf eigene Buch zu nehmen. Ab 2021 wird Quintis wohl keine weiteren Plantageninvestoren benötigen, denn danach haben sie dank der dann erheblich größeren Ernten voraussichtlich genügend eigene Liquidität.“

Der hauptverantwortliche Emittent der JC-Gruppe versicherte uns, dass er zurzeit mit persönlichem Einsatz am Gelingen einer erfolgreichen Bietersuche mitwirke, damit der Quintis-Delistingplan erfolgreich umgesetzt werden kann.

Interessen der institutionellen Investoren

Plausibel erscheint uns zudem, dass Anteilsinhaber, Anleihegläubiger und/oder Quintis-Direktinvestoren, wie Fidelity, Regal Funds, Pictet, Dimensional Fund, BlackRock, The Vanguard Group sowie Havard University Endowment Fund, Church of England, DJE Capital, Abu Dhabi Investment Council über ausreichend eigene Expertise verfügen, um die Substanzhaltigkeit des Unternehmens einschätzen zu können. Es besteht die berechnete Annahme, dass diese Investoren im Rahmen eines Konsortiums ausreichend Finanzmittel zur Verfügung stellen können, um die operative Leistungsfähigkeit der Plantagebewirtschaftung durch Quintis, bzw. einer entsprechenden Nachfolgesellschaft zu gewährleisten. In ihrem Antwortschreiben schließt das Quintis-Management nicht aus, dass die avisierte „corporate transaction“ einen Führungswechsel des Unternehmens zur Folge haben könnte („which could include a change of control“).

Nachfragemarkt – überwiegend unreguliert?

Der Glaucus-Vorwurf vom 22.03. und 30.03.17 beruht auf der unbelegten Behauptung, dass die Märkte den erzielbaren Preis für das Santalum Album nicht hergeben. Bezug genommen wird der Wegfall des chinesischen TFS-Großkunden SRL, der sich einem örtlichen Zollkontrollverfahren wegen Steuerhinterziehung unterwerfen muss. Unbestritten ist ferner, dass allein der Schwarzmarkt in China und Indien das 4 bis 10-fache der offiziellen Sandelholzpreise zahlt. „Seit 2010 wachsen Nachfrage und Kosten in Ländern nach indischem Sandelholz wie China abnorm“ (Business Standard 10. April 2015). Dieser Schwarzmarkt hat dem Bericht zufolge das 100-fache Volumen der regulierten Märkte angenommen. Das „rote Gold“ (andere sprechen vom „weißen“ oder flüssigem Gold), wie das indische Sandelholz auch genannt wird, erzielt, wie unterschiedliche Quellen berichten, für das Rohholz Tonnenpreise von über USD 200.000/Tonne (South China Morning Post, 02.07.2014). Erst recht erzielt das aus dem Kernholz destillierte, reine – durch seriöse Institute zertifizierte – indische Sandelholzöl Spitzenpreise von USD 5.000/Kilo aufwärts. Die Einzelhandelspreise liegen deutlich über dem von Quintis und der JC-Gruppe kalkulierten Großhandelspreis von USD 4.500/Kilo. Beispiele: u. a. Aviano Botanicals, Purify Skin Therapie, OrganicInfusions, in denen bis zu USD 10.000/Kilo (Primavera, ein deutsches Unternehmen) gefordert werden. Um diese Preise regelmäßig auch auf etablierten Märkten realisieren zu können, bedarf es nachfragende Institutionen, die den Rohstoff „Santalum Album“ mit qualitätsgeprüftem, höchstem Reinheitsgrad über eine zertifizierte, offizielle Rohstoffbörse beziehen können.

Plan B: Genaue Analyse der operativen Kostenstruktur

In einem weiteren Audit wird sich CHECK mit einer detaillierten Analyse der operativen Kosten- und Gebührenstruktur der Sandelholzplantagenbewirtschaftung und deren Refinanzierung auseinandersetzen. Dabei wird auch der Frage nachgegangen, wie eine Bewirtschaftung und Vermarktung für den Fall gewährleistet werden kann, in dem Quintis als Verarbeiter und Absatzvermarkter der Sandelholzbewirtschaftung teilweise oder ganz ausfallen könnte, bzw. ersetzt werden müsste.

Fazit:

Die Quintis-Plantagenwerte hängen direkt proportional von deren Vermarktungspotenzial ab. Sachkundige Anleger haben nicht nur große Summen, sondern in die Quintis Plantagenbewirtschaftung nachhaltiges Vertrauen investiert. Auf eine verlässliche Einschätzung der Zeitwerte sind sie angewiesen. Sie erwarben von TFS/Quintis über den Kapitalmarkt Anleihen, Unternehmensanteile, Schuldverschreibungen oder investierten direkt in die Plantagen. Damit die Sandelholzplantagen zum fairen Marktpreis bewertet werden können, sollten die gesteigerten Sandelholz-Vermarktungs-Aktivitäten des Herstellers zu einer diversifizierten – Klumpenrisiken vermeidenden -

Umsatzstruktur führen. Unter der Kundenstruktur sollten neben einer breiten Basis unter kleinen- und mittelgroßen Abnehmern für kleinere Absatzmengen auch große Mehrjahresgroßvolumenkontrakte sein. Bisher wurden alle Ernten nach der Ernteperiode zum Jahresende ohne Rest verkauft. Durchschnittlich werden auskunftsgemäß zurzeit jährlich ca. 300 Tonnen Sandelholz geerntet, mit steigender Tendenz. Die Handels- und Marktwerte nehmen durch das Baumwachstum und die steigenden Überlebensraten der Bäume kontinuierlich zu.

Hamburg, den 07.06.2017

Unternehmensanalyse
Stephan Appel
Tel: 040-409725

ENTWURF