



# exceet Group SCA (APEX)

Deutschland / Cleantech  
Frankfurter Wertpapierbörse  
Bloomberg: EXC GR  
ISIN: LU0472835155

9M/23-Bericht

**BEWERTUNG**
**KURSZIEL**

Aufwärtspotenzial  
Risikobewertung

**BUY**
**€ 8,40**

68,0%  
High

## UMSATZSPRUNG IN Q4

exceet/APEX hat ihren 9M-Bericht vorgelegt. Das Unternehmen steigerte seinen Umsatz um 24% J/J auf €3,7 Mio. und geht in Erwartung eines starken Q4s weiterhin von einem Umsatz von über €15 Mio. für das laufende Jahr aus. Höhere Kosten in Vorbereitung auf das angestrebte starke Wachstum der nächsten Jahre führten zu einem EBIT von €-13,6 Mio. Der Auftragsbestand stieg in den ersten neun Monaten um 35% auf €46 Mio. Wir sehen exceet/APEX weiterhin auf einem klaren Wachstumskurs, senken aber unsere Schätzungen für 2024 und die Folgejahre, um der insgesamt langsameren Umsetzung von Wasserstoffprojekten Rechnung zu tragen. Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt ein neues Kursziel von €8,40 (bisher: €8,70). Wir sehen das Unternehmen weiterhin gut aufgestellt, um vom Hochlauf der Wasserstoffwirtschaft zu profitieren, und bestätigen unsere Kaufempfehlung.

**Vorbereitung auf kräftiges Wachstum führt zu höherem Verlust** APEX bereitet sich auf kräftiges Wachstum sowohl im Projektgeschäft als auch im Speichergeschäft vor. So wurde die Personalstärke seit Jahresbeginn von 48 auf 98 Mitarbeiter mehr als verdoppelt. Insgesamt führten deutlich erhöhte Personal- und sonstige betriebliche Kosten zu einer Ausweitung des operativen Verlustes auf €-13,6 Mio. nach €6,1 Mio. im Vorjahreszeitraum (vgl. Abbildung 1 auf der nächsten Seite).

**Starke Bilanz Grundlage für Wachstumsstrategie** exceet/APEX verfügte Ende September über Barmittel in Höhe von €40,1 Mio. und hatte eine geringe Nettoverschuldung (inklusive Leasingverbindlichkeiten) von €3,5 Mio. Das Eigenkapital betrug €68,2 Mio., und die Eigenkapitalquote lag bei 57%.

**Weiteres Großprojekt in der Entwicklung** Neben dem IPCEI-geförderten 100 MW Elektrolyseprojekt am Unternehmenssitz in Rostock-Laage entwickelt APEX ein weiteres Elektrolyse-Großprojekt mit einer Kapazität von bis zu 600 MW in Lubmin und hat sich mit dem Erwerb von Grundstücken... (b.w.)

## FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
Umsatz (€ Mio.)	0,17	4,00	15,10	39,80	60,40	91,40
Jährliches Wachstum	na	n.m.	277,5%	163,6%	51,8%	51,3%
EBIT (€ Mio.)	-6,81	-7,37	-12,50	-14,00	-9,65	-3,27
EBIT-Marge	n.m.	n.m.	-82,8%	-35,2%	-16,0%	-3,6%
Jahresübers. (€ Mio.)	-9,08	-8,98	-13,61	-16,05	-11,53	-5,66
EPS (verwässert) (€)	0,00	0,00	-0,37	-0,40	-0,29	-0,14
DPS (€)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF (€ Mio.)	-17,36	-14,88	-46,01	-70,14	-82,81	-93,82
Nettoverschuldungsgrad	n.m.	-844,8%	-36,6%	11,4%	16,9%	35,8%
Liquide Mittel (€ Mio.)	0,58	0,15	50,86	49,98	77,01	40,87

## RISIKEN

Die Hauptrisiken sind: Finanzierungsrisiko, technologisches Risiko, Projektentwicklungsrisiko, Lieferantenrisiko.

## UNTERNEHMENSPROFIL

exceet/APEX entwickelt, baut und betreibt komplette Infrastrukturlösungen für die Produktion und Distribution von grünem Wasserstoff. Hauptsitz des Unternehmens ist Rostock-Laage in Norddeutschland.

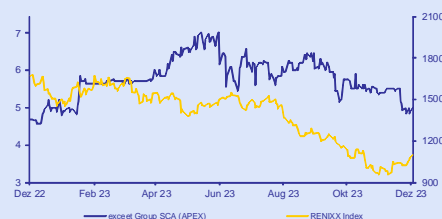
## HANDELSDATEN

Stand: 4. Dez 2023

Schlusskurs	€ 5,00
Aktien im Umlauf	36,36 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 181,80 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 4,58 / 7,00
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	5.757

Multiples	2022	2023E	2024E
KGV	n.a.	n.a.	n.a.
EV/Sales	56,9	15,1	5,7
EV/EBIT	n.a.	n.a.	n.a.
Div.-Rendite	0,0%	0,0%	0,0%

## KURSÜBERSICHT



## UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 30. Sep 2023

Liquide Mittel	€ 50,39 Mio.
Kurzfristige Vermögenswerte	€ 59,09 Mio.
Immaterielle Vermögenswerte	€ 5,75 Mio.
Bilanzsumme	€ 118,97 Mio.
Kurzfristige Verbindlichkeiten	€ 33,83 Mio.
Eigenkapital	€ 68,19 Mio.

## AKTIONÄRSSTRUKTUR

Active Ownership Capital	40,0%
APEX Altaktionäre	45,0%
Free Float	15,0%

...in strategisch günstiger Lage eine gute Ausgangsposition für den weiteren Projektfortschritt geschaffen. Die Flächen eignen sich aufgrund der bestehenden Infrastruktur sehr gut zur Produktion grünen Wasserstoffs (Nähe zu 1,5 GW offshore Windparks, bestehendes Umspannwerk, vorhandene Gaspipeline). APEX plant, die Wasserstoffproduktionsanlage selbst zu errichten und anschließend als Eigentümer selbst zu betreiben. Die Fertigstellung der ersten Ausbaustufe ist für 2027 geplant. In der letzten Ausbaustufe würden jährlich bis zu 43.000 t Wasserstoff erzeugt werden. Die geplanten Investitionen für die erste Ausbaustufe betragen ca. €210 Mio.

#### Abbildung 1: Berichtete Zahlen versus Schätzungen

Alle Zahlen in € Mio.	Q3-23A	Q3-23E	Delta	Q3-22A	Delta	9M-23A	9M-22A	Delta
Umsatz	1,4	1,0	40%	2,8	-50%	3,7	3,0	24%
EBIT	-5,2	-4,6	-	-1,7	-	-13,6	-6,1	-
Marge	-	-	-	-	-	-	-	-
Nettoergebnis	-5,6	-4,9	-	-2,4	-	-14,7	-8,4	-
Marge	-	-	-	-	-	-	-	-

Quelle: First Berlin Equity Research, exceet Group SCA (APEX)

**100 MW IPCEI-Projekt hängt auch von Bundeshaushalt ab** Nach dem Urteil des BVGs fehlen dem Klima- und Transformationsfonds ca. €60 Mrd., da ungenutzte Mittelzusagen der Pandemiehilfe nicht umgewidmet werden dürfen. Auch der Wirtschaftsstabilisierungsfonds, der Maßnahmen gegen die Energiekrise finanziert und ein Volumen von €200 Mrd. hat, kann nach dem BVG-Urteil nicht mehr genutzt werden. Derzeit ist unklar, welche Mittel der Bundesregierung zukünftig zur Finanzierung der Energiewende zur Verfügung stehen. Es dürften mit großer Sicherheit aber deutlich weniger Mittel sein als ursprünglich geplant. Wir gehen weiterhin davon aus, dass der Bund seine Finanzierungszusage einhält, halten aber eine Projektverzögerung von ca. sechs Monaten für wahrscheinlich. Positiv ist, dass der Bestandsschutz für das Projekt um zwei Jahre auf Ende 2028 verlängert wurde, um den Verzögerungen beim Hochlauf der Wasserstoffwirtschaft Rechnung zu tragen.

**Projekte in Bremen und Wyhlen verlaufen planmäßig** APEXs Elektrolyse-Projekte in Bremen (10 MW) und Wyhlen (5 MW) verlaufen nach Aussagen des Managements planmäßig. In Bremen baut APEX einen Elektrolyseur für AcelorMittal. Plug Power hat die Elektrolyseure für das Projekt bereits geliefert. In Whylen errichtet APEX eine Produktionsanlage für grünen Wasserstoff für EnBW.

#### Kabinett beschließt regulatorischen Rahmen für Hochlauf des Wasserstoffnetzes

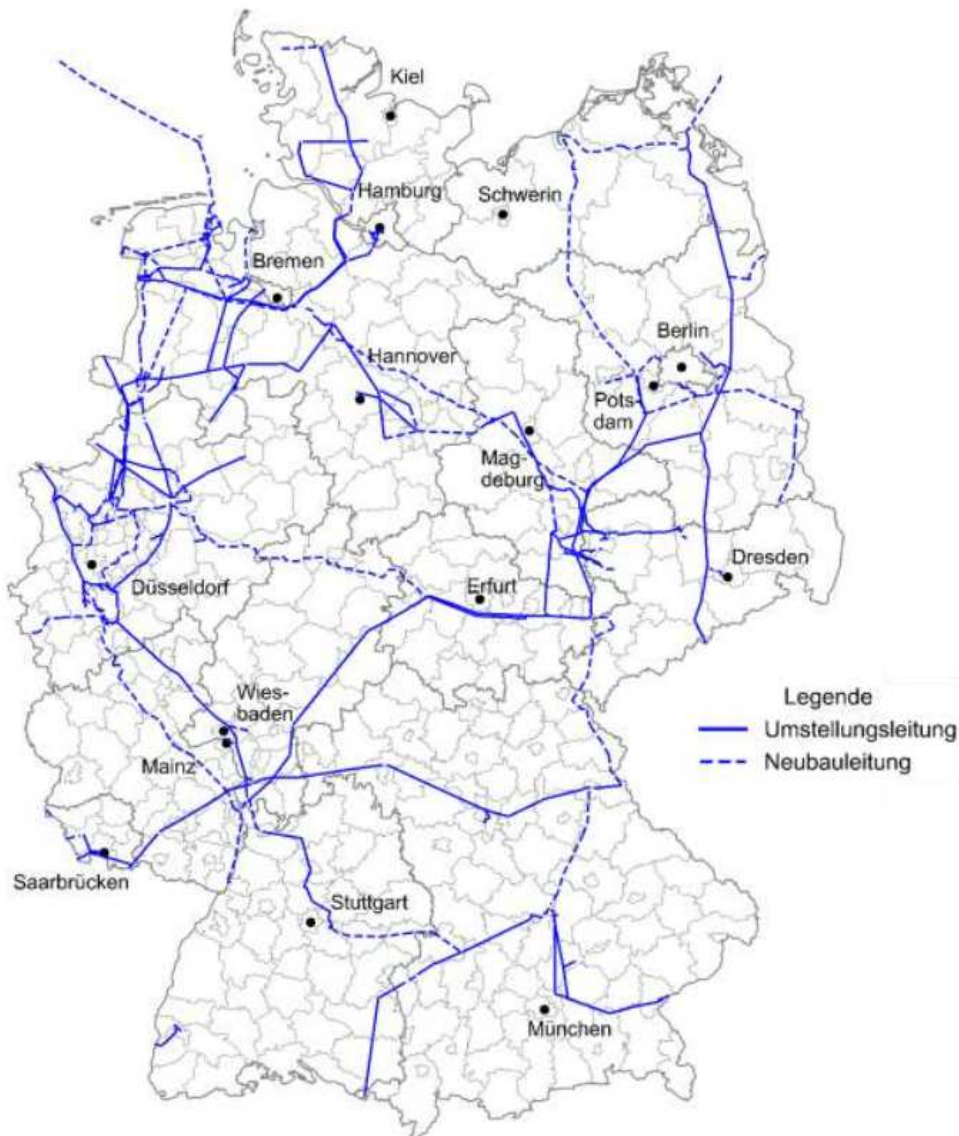
Der Rahmen soll es ermöglichen, große Verbrauchs- und Erzeugungsregionen für Wasserstoff in Deutschland (große Industriezentren, Speicher, Kraftwerke und Importkorridore) an ein flächendeckendes, ineinandergreifendes Netz anzubinden. Das Wasserstoffkernnetz soll bis Ende 2032 errichtet werden.

Außerdem werden Regelungen zur Finanzierung des Wasserstoff-Kernnetzes etabliert. Das Wasserstoffkernnetz soll grundsätzlich vollständig über Netzentgelte finanziert und somit privatwirtschaftlich aufgebaut werden. Die Netzentgelte werden gedeckelt, um zu verhindern, dass in den ersten Jahren des Netzaufbaus sehr hohe Entgelte den Wasserstoffhochlauf behindern.

Parallel zum Kabinettsbeschluss haben die Fernleitungsnetzbetreiber ihren Antragsentwurf zur Ausgestaltung des Wasserstoff-Kernnetzes bei der Bundesnetzagentur eingereicht (vgl. Abbildung 2 auf der nächsten Seite). Der Entwurf sieht ein Kernnetz mit einer Gesamtlänge von 9.700 km vor, das eine Einspeisekapazität von 100 GW und eine Ausspeisekapazität von 87 GW hat. Die Investitionskosten belaufen sich auf €19,8 Mrd.

Nächster Schritt: Im ersten Quartal 2024 werden die Netzbetreiber voraussichtlich den finalen gemeinsamen Antrag offiziell vorlegen, der dann von der Bundesnetzagentur nochmals beraten, geprüft und genehmigt wird.

**Abbildung 2: Entwurf für das Wasserstoff-Kernnetz**



Quelle: First Berlin Equity Research, Fernleitungsnetzbetreiber

**Warum ist das Wasserstoffkernnetz wichtig für APEX?** Wie oben bereits erwähnt, plant APEX, am Unternehmenssitz in Rostock-Laage eine 100 MW und in Lubmin eine bis zu 600 MW Wasserstoffproduktion aufzubauen. Beide benötigen einen Anschluss an das Wasserstoffkernnetz, um den produzierten Wasserstoff kostengünstig zum Kunden transportieren zu können. Dem Entwurf zufolge haben beide Standorte Zugang zum zukünftigen Wasserstoffkernnetz.

**Dem deutschen Klimafonds fehlen €60 Mrd.** Die Bundesregierung hatte 2022 beschlossen, Kreditermächtigungen in Höhe von €60 Mrd., die als Corona-Hilfen gedacht waren, aber nicht benötigt wurden, dem Klima- und Transformationsfonds zuzuführen. Nachdem das Bundesverfassungsgericht diese Übertragung für nicht verfassungskonform und damit für nichtig erklärt hat, fehlen der Bundesregierung diese Mittel zur Finanzierung



von Klimaschutzmaßnahmen. Bisher waren für 2024 bis 2027 insgesamt rund €212 Mrd. zur Förderung von Investitionen und Maßnahmen zur Erreichung der Klimaschutzziele vorgesehen. 2024 waren ursprünglich rund €3,8 Mrd. für den Aufbau der Wasserstoffindustrie eingeplant. Eine Entscheidung der Bundesregierung dazu steht noch aus. Sollten Mittel für den Wasserstoffbereich gekürzt oder in die Zukunft verschoben werden, könnte dies auch bei APEX zu Projektverzögerungen führen.

**Schätzungen für 2024 und die Folgejahre angepasst** Wir gehen davon aus, dass die Verzögerungen beim Aufbau der Wasserstoffinfrastruktur sich auch auf APEX auswirken werden und senken daher unsere Schätzung für 2024 und die Folgejahre (vgl. Abbildung 3). Gleichwohl sehen wir das Unternehmen weiterhin auf einem kräftigen Expansionskurs, der nächstes Jahr insbesondere durch die Segmente Projektentwicklung und Speicher getrieben werden dürfte. Den ersten positiven EBITDA-Beitrag unterstellen wir nunmehr für 2026 (bisher: 2025).

**Abbildung 3: Anpassung der Schätzungen**

Alle Zahlen in € Mio.	2023E			2024E			2025E		
	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta
Umsatz	15,1	15,1	0%	49,7	39,8	-20%	74,9	60,4	-19%
EBIT	-12,5	-12,5	-	-1,7	-14,0	-	3,4	-9,7	-
Marge	-82,8%	-82,8%	-	-3,4%	-35,2%	-	4,5%	-16,0%	-
Nettoergebnis	-13,1	-13,6	-	-3,1	-16,0	-	0,4	-11,5	-
Marge	-86,8%	-90,1%	-	-6,2%	-40,3%	-	0,5%	-19,1%	-
GPA (verw ässert)	-0,36	-0,37	-	-0,08	-0,40	-	0,01	-0,29	-

Quelle: First Berlin Equity Research

**Weiterhin Kaufen bei leicht gesenktem Kursziel** Ein aktualisiertes DCF-Modell, das die angepassten Schätzungen und die zuletzt wieder deutlich gesunkene risikolose Verzinsung berücksichtigt, ergibt ein neues Kursziel von €8,40 (bisher: €8,70). Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung.



## BEWERTUNGSMODELL

Alle Angaben in Tsd EUR	2023 E	2024 E	2025 E	2026 E	2027 E	2028 E	2029 E	2030 E
<b>Nettoumsatz</b>	<b>15.100</b>	<b>39.800</b>	<b>60.400</b>	<b>91.400</b>	<b>138.500</b>	<b>185.900</b>	<b>221.728</b>	<b>260.228</b>
<b>NOPLAT</b>	<b>-12.634</b>	<b>-14.310</b>	<b>-9.654</b>	<b>-3.273</b>	<b>2.477</b>	<b>9.057</b>	<b>10.290</b>	<b>13.998</b>
+ Abschreibungen	2.087	2.366	2.945	3.402	9.989	10.741	11.112	11.506
= Operativer Cashflow (netto)	-10.547	-11.945	-6.709	129	12.467	19.797	21.402	25.505
- Gesamte Investitionen (Capex und WC)	-20.137	-58.197	5.616	-10.583	-41.913	-32.989	-30.484	-32.630
Capex	-18.422	-48.158	-73.084	-85.916	-29.085	-20.449	-21.467	-23.184
Working Capital	-1.715	-10.039	-4.300	-8.667	-12.828	-12.540	-9.016	-9.446
= Freier Cashflow (FCF)	-30.684	-70.141	-1.093	-10.454	-29.446	-13.192	-9.082	-7.126
<b>GW der FCFs</b>	<b>-30.532</b>	<b>-64.998</b>	<b>-944</b>	<b>-8.404</b>	<b>-22.051</b>	<b>-9.200</b>	<b>-5.899</b>	<b>-4.311</b>

### in Tsd EUR

GWs der FCFs explizite Periode (2023E-2037E)	-114.794
GWs der FCFs in der Terminalperiode	366.761
Unternehmenswert (EV)	251.967
+ Nettokasse / - Nettverbindlichkeiten (p.f.)	83.189
+ Investitionen / Anteile Dritter	11
Shareholder Value	335.167
Verwässerte Aktienzahl	40.066
<b>Fairer Wert je Aktie (€)</b>	<b>8,37</b>

Terminales Wachstum:	4,0%
Terminale EBIT-Marge:	10,4%

<b>WACC</b>	<b>7,4%</b>
Eigenkapitalkosten	14,2%
Fremdkapitalkosten (vor Steuern)	5,0%
Normaler Steuersatz	26,7%
Fremdkapitalkosten (nach Steuern)	3,7%
EK-Anteil	35,0%
FK-Anteil	65,0%
<b>Kursziel (€)</b>	<b>8,40</b>

WACC		Umsatzwachstum in der Terminalperiode						
		3,0%	3,3%	3,7%	4,0%	4,3%	4,7%	5,0%
5,9%	12,81	14,41	16,50	19,32	23,36	29,59	40,50	
6,4%	10,03	11,08	12,39	14,05	16,26	19,32	23,85	
6,9%	8,02	8,74	9,61	10,67	12,02	13,77	16,13	
7,4%	6,50	7,01	7,62	8,37	9,22	10,32	11,72	
7,9%	5,32	5,70	6,14	6,65	7,25	7,98	8,88	
8,4%	4,39	4,67	5,00	5,37	5,80	6,31	6,92	
8,9%	3,64	3,86	4,10	4,38	4,69	5,06	5,49	

\* aus Layoutgründen werden nur die Jahre bis 2030 gezeigt, das Modell reicht aber bis 2037



## GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd EUR	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
<b>Umsatz</b>	<b>174</b>	<b>4.000</b>	<b>15.100</b>	<b>39.800</b>	<b>60.400</b>	<b>91.400</b>
Herstellungskosten	39	3.200	10.570	27.462	41.072	61.238
<b>Bruttogewinn</b>	<b>135</b>	<b>800</b>	<b>4.530</b>	<b>12.338</b>	<b>19.328</b>	<b>30.162</b>
Personalkosten	2.678	3.800	6.450	13.528	14.710	16.452
Sonstige betriebliche Erträge	874	800	1.208	1.194	1.208	1.371
Sonstige betriebliche Aufwendungen	4.794	4.600	9.900	11.934	14.035	16.452
<b>EBITDA</b>	<b>-6.230</b>	<b>-6.800</b>	<b>-10.412</b>	<b>-11.630</b>	<b>-6.709</b>	<b>129</b>
Abschreibungen & Amortisation	583	573	2.087	2.366	2.945	3.402
<b>EBIT</b>	<b>-6.814</b>	<b>-7.373</b>	<b>-12.499</b>	<b>-13.996</b>	<b>-9.654</b>	<b>-3.273</b>
Nettofinanzergebnis	-1.582	-1.522	-973	-1.739	-3.158	-3.016
<b>EBT</b>	<b>-8.396</b>	<b>-8.895</b>	<b>-13.473</b>	<b>-15.735</b>	<b>-12.813</b>	<b>-6.289</b>
Steuern	689	89	135	315	-1.281	-629
Minderheitsbeteiligungen	1	0	0	0	0	0
<b>Nettogewinn/ -verlust</b>	<b>-9.084</b>	<b>-8.984</b>	<b>-13.608</b>	<b>-16.050</b>	<b>-11.531</b>	<b>-5.660</b>
<b>EPS (verwässert)</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>-0,37</b>	<b>-0,40</b>	<b>-0,29</b>	<b>-0,14</b>
<b>Kennzahlen</b>						
Bruttomarge	77,5%	20,0%	30,0%	31,0%	32,0%	33,0%
EBITDA-Marge	-3584,8%	-170,0%	-69,0%	-29,2%	-11,1%	0,1%
EBIT-Marge	-3920,3%	-184,3%	-82,8%	-35,2%	-16,0%	-3,6%
Nettomarge	-5226,4%	-224,6%	-90,1%	-40,3%	-19,1%	-6,2%
Steuersatz	-8,2%	-1,0%	-1,0%	-2,0%	10,0%	10,0%
<b>Ausgaben in % vom Umsatz</b>						
Personalkosten	1541,0%	95,0%	42,7%	34,0%	24,4%	18,0%
Abschreibung & Amortisation	335,5%	14,3%	13,8%	5,9%	4,9%	3,7%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	2758,1%	115,0%	65,6%	30,0%	23,2%	18,0%
<b>Jährliches Wachstum</b>						
Gesamtumsatz	n.m.	2201,5%	277,5%	163,6%	51,8%	51,3%
Operatives Ergebnis	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Nettogewinn/ -verlust	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.



## BILANZ

Alle Angaben in Tsd EUR	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
<b>Vermögen</b>						
<b>Umlaufvermögen, gesamt</b>	<b>16.737</b>	<b>24.287</b>	<b>73.323</b>	<b>83.636</b>	<b>116.831</b>	<b>92.115</b>
Liquide Mittel	579	149	50.864	49.983	77.013	40.868
Kurzfristige Investitionen	0	0	0	0	0	0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	445	724	2.068	5.452	8.274	12.521
Vorräte	2.630	6.498	3.475	11.286	14.628	21.811
Sonstige Forderungen	13.083	16.915	16.915	16.915	16.915	16.915
<b>Anlagevermögen, gesamt</b>	<b>38.545</b>	<b>38.247</b>	<b>62.210</b>	<b>108.002</b>	<b>178.140</b>	<b>260.654</b>
Sachanlagen	35.432	33.530	49.638	95.115	164.741	246.449
Nutzungsrechte	0	0	54	54	54	54
Goodwill & Immaterielle Vermögenswerte	2.013	2.521	6.021	6.337	6.849	7.656
Sonstige	1.100	2.196	6.550	6.550	6.550	6.550
<b>Aktiva</b>	<b>55.282</b>	<b>62.534</b>	<b>135.532</b>	<b>191.638</b>	<b>294.971</b>	<b>352.769</b>
<b>Eigenkapital und Verbindlichkeiten</b>						
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt</b>	<b>54.960</b>	<b>18.191</b>	<b>19.114</b>	<b>55.270</b>	<b>50.439</b>	<b>29.896</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten (kurzfristig)	45.712	10.684	15.000	50.000	43.305	20.000
Leasingverbindlichkeiten	0	0	0	0	0	0
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	8.468	6.000	2.606	3.762	5.626	8.389
Rückstellungen (kurzfristig)	0	1.179	1.179	1.179	1.179	1.179
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	780	329	329	329	329	329
<b>Langfristige Verbindlichkeiten, gesamt</b>	<b>2.246</b>	<b>51.560</b>	<b>46.429</b>	<b>46.429</b>	<b>166.124</b>	<b>250.124</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten	846	50.464	10.246	10.246	46.941	46.941
Leasingverbindlichkeiten	0	0	0	0	0	0
Passive Rechnungsabgrenzungsposten	0	0	0	0	0	0
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	1.400	1.096	36.183	36.183	119.183	203.183
<b>Anteile Dritter</b>	<b>11</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>
<b>Eigenkapital</b>	<b>-1.936</b>	<b>-7.221</b>	<b>69.986</b>	<b>89.937</b>	<b>78.405</b>	<b>72.745</b>
Gezeichnetes Kapital	33	312	564	4.564	4.564	4.564
Kapitalrücklage	13.992	20.570	111.131	143.131	143.131	143.131
Andere Rücklagen	0	0	0	0	0	0
Eigene Aktien	0	0	0	0	0	0
Gewinnrücklagen	-15.962	-28.101	-41.709	-57.759	-69.290	-74.950
<b>Passiva</b>	<b>55.282</b>	<b>62.534</b>	<b>135.532</b>	<b>191.638</b>	<b>294.971</b>	<b>352.769</b>
<b>Kennzahlen</b>						
Current ratio (x)	0,30	1,34	3,84	1,51	2,32	3,08
Quick ratio (x)	0,26	0,98	3,65	1,31	2,03	2,35
Nettoverbindlichkeiten	45.978	60.999	-25.618	10.263	13.233	26.073
Net Gearing	-2375,2%	-844,8%	-36,6%	11,4%	16,9%	35,8%
Eigenkapitalquote	-3,5%	-11,5%	51,6%	46,9%	26,6%	20,6%
Buchwert je Aktie (in €)	n.m.	n.m.	1,92	2,23	1,94	1,80
Return on Equity (ROE)	n.m.	n.m.	-19,4%	-17,8%	-14,7%	-7,8%
Forderungsumschlag in Tagen	935	66	50	50	50	50
Vorratsumschlag in Tagen	n.m.	741	120	150	130	130
Kreditorenlaufzeit in Tagen	n.m.	684	90	50	50	50





## CASHFLOWRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd EUR	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
<b>EBIT</b>	<b>-6.814</b>	<b>-7.362</b>	<b>-12.499</b>	<b>-13.996</b>	<b>-9.654</b>	<b>-3.273</b>
Abschreibungen	583	591	2.087	2.366	2.945	3.402
<b>EBITDA</b>	<b>-6.230</b>	<b>-6.771</b>	<b>-10.412</b>	<b>-11.630</b>	<b>-6.709</b>	<b>129</b>
Veränderungen Working Capital	-210	-6.615	-1.715	-10.039	-4.300	-8.667
Sonstiges (Rückstellungen, Zinsen, etc.)	-318	-89	-15.463	-315	1.281	629
<b>Operativer Cashflow</b>	<b>-6.758</b>	<b>-13.475</b>	<b>-27.590</b>	<b>-21.983</b>	<b>-9.728</b>	<b>-7.909</b>
Investitionen in Sachanlagen	-10.606	-1.200	-18.120	-47.760	-72.480	-85.002
Investitionen in immaterielle Vermögenswerte	0	-200	-302	-398	-604	-914
<b>Freier Cashflow</b>	<b>-17.364</b>	<b>-14.875</b>	<b>-46.012</b>	<b>-70.141</b>	<b>-82.812</b>	<b>-93.825</b>
Akquisitionen und Verkäufe	136	0	-4.300	0	0	0
Andere Investitionen	-8.517	-3.000	0	0	0	0
<b>Cashflow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-18.986</b>	<b>-4.400</b>	<b>-22.722</b>	<b>-48.158</b>	<b>-73.084</b>	<b>-85.916</b>
Cashflow aus FK-Finanzierung, netto	<b>13.305</b>	<b>-36.312</b>	<b>15.000</b>	<b>35.000</b>	<b>30.000</b>	<b>-23.305</b>
Cashflow aus EK-Finanzierung, netto	15.000	0	87.000	36.000	0	0
Gezahlte Dividenden	0	0	0	0	0	0
Sonstige Finanzierung	-2.654	-1.552	-973	-1.739	79.842	80.984
<b>Cashflow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>25.651</b>	<b>-37.864</b>	<b>101.027</b>	<b>69.261</b>	<b>109.842</b>	<b>57.680</b>
FOREX & sonstige Effekte	0	0	0	0	0	0
<b>Veränderung der liquiden Mittel</b>	<b>-93</b>	<b>-55.739</b>	<b>50.715</b>	<b>-881</b>	<b>27.030</b>	<b>-36.145</b>
Cash am Anfang der Periode	672	579	149	50.864	49.983	77.013
<b>Cash zum Ende der Periode</b>	<b>579</b>	<b>-55.160</b>	<b>50.864</b>	<b>49.983</b>	<b>77.013</b>	<b>40.868</b>
<b>EBITDA je Aktie</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>-0,29</b>	<b>-0,29</b>	<b>-0,17</b>	<b>0,00</b>
<b>Jährliches Wachstum</b>						
Operativer Cashflow	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Freier Cashflow	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Financial Cashflow	n.m.	n.m.	n.m.	-31%	59%	-47%
EBITDA je Aktie	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.



## Imprint / Disclaimer

### First Berlin Equity Research

First Berlin Equity Research GmbH ist ein von der BaFin betreffend die Einhaltung der Pflichten des §85 Abs. 1 S. 1 WpHG, des Art. 20 Abs. 1 Marktmissbrauchsverordnung (MAR) und der Markets Financial Instruments Directive (MiFID) II, Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) II Durchführungsverordnung und der Markets in Financial Instruments Regulations (MiFIR) beaufsichtigtes Unternehmen.

First Berlin Equity Research GmbH is one of the companies monitored by BaFin with regard to its compliance with the requirements of Section 85 (1) sentence 1 of the German Securities Trading Act [WpHG], art. 20 (1) Market Abuse Regulation (MAR) and Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) II, Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) II Commission Delegated Regulation and Markets in Financial Instruments Regulations (MiFIR).

Anschrift:

First Berlin Equity Research GmbH

Friedrichstr. 69

10117 Berlin

Germany

Vertreten durch den Geschäftsführer: Martin Bailey

Telefon: +49 (0) 30-80 93 9 680

Fax: +49 (0) 30-80 93 9 687

E-Mail: [info@firstberlin.com](mailto:info@firstberlin.com)

Amtsgericht Berlin Charlottenburg HR B 103329 B

UST-Id.: 251601797

Ggf. Inhaltlich Verantwortlicher gem. § 6 MDSStV

First Berlin Equity Research GmbH

**Ersteller: Dr. Karsten von Blumenthal, Analyst**

**Alle Publikationen der letzten 12 Monate wurden von Dr. Karsten von Blumenthal erstellt.**

**Für die Erstellung verantwortliches Unternehmen: First Berlin Equity Research GmbH, Friedrichstraße 69, 10117 Berlin**

Die Erstellung dieser Empfehlung wurde am 5. Dezember 2023 um 15:09 Uhr abgeschlossen.

**Für die Weitergabe oder die Verbreitung der Finanzanalyse verantwortliche Person: Martin Bailey**

**Copyright© 2023 First Berlin Equity Research GmbH.** Kein Teil dieser Finanzanalyse darf ohne vorherige schriftliche Genehmigung durch die First Berlin Equity Research GmbH kopiert, fotokopiert, vervielfältigt oder weiterverbreitet werden, gleich in welcher Form und durch welches Medium. Bei Zitaten ist die First Berlin Equity Research GmbH als Quelle anzugeben. Weitere Informationen sind auf Anfrage erhältlich.

### **ANGABEN GEM. § 85 ABS. 1 S. 1 WPHG, ART. 20 ABS. 1 DER VERORDNUNG (EU) NR. 596/2014 DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES VOM 16. APRIL 2014 ÜBER MARKTMISSBRAUCH (MARKTMISSBRAUCHSVERORDNUNG) UND GEM. ART. 37 DER DURCHFÜHRUNGSVERORDNUNG (EU) NR. 2017/565 (MIFID) II.**

Die First Berlin Equity Research GmbH (im Folgenden: „First Berlin“) erstellt Finanzanalysen unter Berücksichtigung der einschlägigen regulatorischen Vorgaben, insbesondere § 85 Abs. 1 S. 1 WpHG, Art. 20 Abs. 1 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und gem. Art. 37 der Durchführungsverordnung (EU) Nr. 2017/565 (MiFID) II. Mit den nachfolgenden Erläuterungen informiert First Berlin Anleger über die gesetzlichen Vorgaben, die bei der Erstellung von Finanzanalysen zu beachten sind.

### **INTERESSENKONFLIKTE**

Nach Art. 37 Abs. 1 der Durchführungsverordnung (EU) Nr. 2017/565 (MiFID) II und Art. 20 Abs. 1 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (MAR) müssen Wertpapierfirmen, die Finanzanalysen erstellen oder erstellen lassen, die im Anschluss unter den Kunden der Wertpapierfirma oder in der Öffentlichkeit verbreitet werden sollen oder aller Wahrscheinlichkeit nach verbreitet werden, sicherstellen, dass in Bezug auf die an der Erstellung dieser Analysen beteiligten Finanzanalysten sowie in Bezug auf andere relevante Personen, deren Aufgaben oder Geschäftsinteressen mit den Interessen der Personen, an die die Finanzanalysen weitergegeben werden, kollidieren könnten, alle in Art. 34 Abs. 2 Buchst. b) VO (EU) 2017/565 genannten Maßnahmen getroffen werden. Nach Art. 34 Abs. 3 VO (EU) 2017/565 müssen die gem. Abs. 2 Buchst. b) dieses Artikels zur Verhinderung oder Bewältigung von Interessenkonflikten festgelegten Maßnahmen und Verfahren, so ausgestaltet werden, dass die relevanten Personen, die mit den Tätigkeiten befasst sind, bei den Interessenkonflikten bestehen, diese Tätigkeiten mit dem Grad an Unabhängigkeit ausführen, der der Größe und dem Betätigungsfeld der Wertpapierfirma und der Gruppe, der die Wertpapierfirma angehört, sowie der Höhe des Risikos, dass die Interessen der Kunden geschädigt werden, angemessen ist.

Zusätzlich hat First Berlin gemäß Art. 5 der Delegierten Verordnung (EU) 2016/958 der Kommission in ihren Empfehlungen alle Beziehungen und Umstände offenzulegen, bei denen nach vernünftigem Ermessen damit gerechnet werden kann, dass sie die Objektivität der Finanzanalyse beeinträchtigen, einschließlich etwaiger Interessen oder Interessenkonflikte ihrerseits oder aufseiten aller natürlichen oder juristischen Personen, die im Rahmen eines Vertrags, einschließlich eines Arbeitsvertrags, oder anderweitig für sie tätig sind und die an der Erstellung von Finanzanalysen beteiligt waren, die ein Finanzinstrument oder den Emittenten betreffen, auf das oder den sich die Empfehlung direkt oder indirekt bezieht.

In Bezug auf die Finanzanalysen von exceet Group SCA (APEX) bestehen die folgenden Beziehungen und Umstände, aufgrund derer vernünftigerweise erwartet werden kann, dass sie die Objektivität der Finanzanalysen beeinträchtigen könnten: Der Ersteller, First Berlin, oder ein mit First Berlin verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zur Erstellung einer Finanzanalyse getroffen, für die eine Vergütung geschuldet ist.

Darüber hinaus bietet First Berlin ein Dienstleistungsspektrum an, das über die Erstellung von Finanzanalysen hinausgeht. Obwohl First Berlin darum bemüht ist, Interessenkonflikte nach Möglichkeit zu vermeiden, kann First Berlin mit dem analysierten Unternehmen strukturell insbesondere folgende, einen potentiellen Interessenkonflikt begründende, Beziehungen haben:

- Der Ersteller, First Berlin, oder ein mit First Berlin verbundenes Unternehmen besitzt eine Netto-Long- oder Short-Position, die den Schwellenwert von 0,5 % des gesamten ausgegebenen Aktienkapitals des analysierten Unternehmens überschreitet;
- Der Ersteller, First Berlin, oder ein mit First Berlin verbundenes Unternehmen hält eine Beteiligung von mehr als 5% am Grundkapital des analysierten Unternehmens;
- Der Ersteller, First Berlin, oder ein mit First Berlin verbundenes Unternehmen hat innerhalb der letzten 12 Monate Investmentbanking- oder Beratungsleistungen für das analysierte Unternehmen erbracht, für die eine Vergütung zu entrichten war oder getätigt wurde;
- Der Ersteller, First Berlin, oder ein mit First Berlin verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zur Erstellung einer Finanzanalyse getroffen, für die eine Vergütung geschuldet ist;
- Der Ersteller, First Berlin, oder ein mit First Berlin verbundenes Unternehmen hat anderweitige bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen;

In Bezug auf die Finanzanalysen exceet Group SCA (APEX) bestehen die folgenden der vorgenannten potenziellen Interessenkonflikte oder die in Artikel 6 Abs. 1 der Delegierten Verordnung (EU) 2016/958 der Kommission genannten potenziellen Interessenkonflikte: Der Ersteller, First Berlin, oder ein mit First Berlin verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zur Erstellung einer Finanzanalyse getroffen, für die eine Vergütung geschuldet ist.

Um mögliche Interessenkonflikte zu vermeiden und ggf. zu handhaben, verpflichten sich sowohl der Ersteller der Finanzanalyse als auch First Berlin, Wertpapiere des analysierten Unternehmens weder zu halten noch in irgendeiner Weise mit ihnen zu handeln. Die Vergütung des Erstellers der Finanzanalyse steht in keinem direkten oder indirekten Zusammenhang mit den in der Finanzanalyse vertretenen Empfehlungen oder Meinungen. Darüber hinaus ist die Vergütung des Erstellers der Finanzanalyse weder direkt an finanzielle Transaktionen noch an Börsenumsätze oder Vermögensverwaltungsgebühren gekoppelt.

**ANGABEN NACH WERTPAPIERHANDELSGESETZ (WPHG) §64: BESONDERE VERHALTENSREGELN BEI DER ERBRINGUNG VON ANLAGEBERATUNG UND FINANZPORTFOLIOVERWALTUNG; VERORDNUNGSMÄCHTIGUNG, RICHTLINIE 2014/65/EU DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES VOM 15. MAI 2014 ÜBER MÄRKTE FÜR FINANZINSTRUMENTE SOWIE ZUR ÄNDERUNG DER RICHTLINIEN 2002/92/EG UND 2011/61/EU (NEUFASSUNG) UND DIE DAZUGEHÖRIGE VERORDNUNG ÜBER MÄRKTE FÜR FINANZINSTRUMENTE (MARKETS IN FINANCIAL INSTRUMENTS REGULATION, MIFIR, VERORDNUNG (EU) NR. 600/2014**

First Berlin weist darauf hin, dass sie mit der Emittentin einen Vertrag zur Erstellung von Wertpapieranalysen abgeschlossen hat und dafür von der Emittentin bezahlt wird. First Berlin stellt die Wertpapieranalyse allen interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen gleichzeitig zur Verfügung. Damit sieht First Berlin die in §64 WPHG formulierten Bedingungen für Zuwendungen, die als geringfügiger nichtmonetärer Vorteil zu werten sind, als erfüllt an.

**STICHTAGE VON KURSEN**

Falls nicht anders angegeben, beziehen sich aktuelle Kurse auf Schlusskurse des vorherigen Handelstages.

**ABSTIMMUNG MIT DEM ANALYSIERTEN UNTERNEHMEN UND EINFLUSSNAHME**

Die vorliegende Finanzanalyse basiert auf eigenen Recherchen und Erkenntnissen des Erstellers. Der Ersteller hat diese Studie ohne direkte oder indirekte Einflussnahme seitens des analysierten Unternehmens erstellt. Teile der Finanzanalyse wurden dem analysierten Unternehmen möglicherweise vor der Veröffentlichung ausgehändigt, um Unrichtigkeiten bei der Tatsachendarstellung zu vermeiden. Im Anschluss an eine solche mögliche Zurverfügungstellung wurden jedoch keine wesentlichen Änderungen auf Veranlassung des analysierten Unternehmens vorgenommen.

**ANLAGEBEWERTUNGSSYSTEM**

First Berlins System zur Anlagebewertung gliedert sich in eine Anlageempfehlung und eine Risikoeinschätzung.

**ANLAGEEMPFEHLUNG**

Die Empfehlungen, die sich nach der von First Berlin erwarteten Kursentwicklung in dem jeweils angegebenen Anlagezeitraum bestimmen, lauten wie folgt:

Kategorie		1	2
Aktuelle Marktkapitalisierung (in €)		0 - 2 Milliarden	> 2 Milliarden
Strong Buy <sup>1</sup>	erwartete positive Kursentwicklung von:	> 50%	> 30%
Buy	erwartete positive Kursentwicklung von:	> 25%	> 15%
Add	erwartete positive Kursentwicklung zwischen:	0% to 25%	0% to 15%
Reduce	erwartete negative Kursentwicklung zwischen:	0% to -15%	0% to -10%
Sell	erwartete negative Kursentwicklung von:	< -15%	< -10%

<sup>1</sup> Die erwartete Kursentwicklung ist verbunden mit einem großen Vertrauen in Qualität und Prognosesicherheit des Managements

Unser Empfehlungssystem platziert jedes Unternehmen in eine von zwei Marktkapitalisierungskategorien. Unternehmen der Kategorie 1 haben eine Marktkapitalisierung von €0 bis €2 Milliarden, und Unternehmen der Kategorie 2 eine Marktkapitalisierung von über €2 Milliarden. Die Schwellen bei der erwarteten Rendite, die unserem Empfehlungssystem zugrunde liegen, sind bei Unternehmen der Kategorie 2 niedriger als bei Unternehmen der Kategorie 1. Dies spiegelt das allgemein niedrigere Risiko wider, das mit Unternehmen mit höherer Marktkapitalisierung verbunden ist.

**RISIKOBEWERTUNG**

Die First-Berlin-Kategorien zur Risikobewertung sind Niedrig, Mittel, Hoch und Spekulativ. Sie werden durch zehn Faktoren bestimmt: Unternehmensführung und -kontrolle, Gewinnqualität, Stärke der Geschäftsleitung, Bilanz- und Finanzierungsrisiko, Positionierung im Wettbewerbsumfeld, Standard der Offenlegung der finanziellen Verhältnisse, aufsichtsrechtliche und politische Ungewissheit, Markenname, Marktkapitalisierung und Free Float. Diese Risikofaktoren finden Eingang in die First-Berlin-Bewertungsmodelle und sind daher in den Kurszielen enthalten. Die Modelle können von First-Berlin-Kunden angefordert werden.

### ANLAGEEMPFEHLUNG- & KURSZIELHISTORIE

Bericht Nr.:	Tag der Veröffentlichung	Schlusskurs Vortag	Anlageempfehlung	Kursziel/Bewertung
Initial Report	27. April 2023	€ 6,60	Buy	€ 9,00
2...1	↓	↓	↓	↓
2	27. April 2023	€ 6,60	Buy	€ 9,00
3	13. Juli 2023	€ 6,20	Buy	€ 9,00
4	30. Oktober 2023	€ 5,55	Buy	€ 8,70
5	Heute	€ 5,00	Buy	€ 8,40

### ANLAGEHORIZONT

Die Ratings beziehen sich vorbehaltlich einer abweichenden Aussage in der Finanzanalyse auf einen Investitionszeitraum von zwölf Monaten.

### AKTUALISIERUNG

Zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dieser Finanzanalyse steht noch nicht fest, ob, wann und zu welchem Anlass eine Aktualisierung erfolgt. Im Allgemeinen bemüht sich First Berlin, in zeitlich engem Zusammenhang mit der Erfüllung der Berichtspflichten durch das analysierte Unternehmen oder anlässlich von Ad Hoc Meldungen die Finanzanalyse auf ihre Aktualität hin zu überprüfen und gegebenenfalls zu aktualisieren.

### ÄNDERUNGSVORBEHALT

Die in der Finanzanalyse enthaltenen Meinungen spiegeln die Einschätzung des Erstellers zum Veröffentlichungstag der Finanzanalyse wider. Der Ersteller der Finanzanalyse behält sich das Recht vor, seine Meinung ohne vorherige Ankündigung zu ändern.

### Die gesetzlich erforderlichen Angaben über

- die wesentlichen Informationsgrundlagen für die Erstellung der Finanzanalyse;
- die Bewertungsgrundsätze und -methoden;
- die Sensitivität der Bewertungsparameter

entnehmen Sie bitte dem folgenden Internetlink: <http://firstberlin.com/disclaimer-german-link/>

**AUFSICHTSBEHÖRDE:** Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorferstraße 108, 53117 Bonn und Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt am Main

### HAFTUNGSAUSSCHLUSS (DISCLAIMER)

#### ZUVERLÄSSIGKEIT VON INFORMATIONEN UND INFORMATIONQUELLEN

Die in dieser Studie enthaltenen Informationen basieren auf Quellen, die der Ersteller für zuverlässig hält. Eine umfassende Prüfung der Genauigkeit und Vollständigkeit von Informationen und der Zuverlässigkeit von Informationsquellen ist weder durch den Ersteller, noch durch First Berlin erfolgt. Für die Genauigkeit und Vollständigkeit von Informationen und die Zuverlässigkeit von Informationsquellen wird demzufolge keinerlei Gewähr übernommen, und weder der Ersteller, noch First Berlin, noch die für die Weitergabe oder die Verbreitung der Finanzanalyse verantwortliche Person, haften für direkte oder indirekte, unmittelbare oder mittelbare Schäden, die aus dem Vertrauen auf die Genauigkeit und Vollständigkeit von Informationen und die Zuverlässigkeit von Informationsquellen entstehen.

#### ZUVERLÄSSIGKEIT VON SCHÄTZUNGEN UND PROGNOSEN

Der Ersteller der Finanzanalyse hat Schätzungen und Prognosen nach bestem Wissen vorgenommen. Diese Schätzungen und Prognosen spiegeln die persönliche Meinung und Wertung des Erstellers wider. Prämissen für Schätzungen und Prognosen, sowie die Sichtweise des Erstellers auf solche Prämissen, unterliegen fortwährender Veränderung. Die jeweiligen Erwartungen über die zukünftige Wertentwicklung eines Finanzinstrumentes sind Ergebnis einer Momentaufnahme und können sich jederzeit ändern. Das Ergebnis einer Finanzanalyse beschreibt immer nur eine – die aus Sicht des Erstellers wahrscheinliche – zukünftige Entwicklung aus einer Vielzahl möglicher zukünftiger Entwicklungen.

Sämtliche Marktwerte oder Kursziele, die für das in dieser Finanzanalyse analysierte Unternehmen angegeben werden, können auf Grund verschiedener Risikofaktoren, einschließlich, aber nicht ausschließlich, Marktvolatilität, Branchenvolatilität, Maßnahmen des analysierten Unternehmens, Wirtschaftslage, Nichterfüllung von Ertrags- und/oder Umsatzprognosen, Nichtverfügbarkeit von vollständigen und genauen Informationen und/oder ein später eintretendes Ereignis, das sich auf die zugrunde liegenden Annahmen des Erstellers bzw. sonstiger Quellen, auf welche sich der Ersteller in diesem Dokument stützt, auswirkt, möglicherweise nicht erreicht werden. In der Vergangenheit erzielte Performance ist kein Indikator für zukünftige Wertentwicklungen; Vergangenheitswerte können nicht in die Zukunft fortgeschrieben werden.

Für die Genauigkeit von Schätzungen und Prognosen wird dementsprechend keinerlei Gewähr übernommen, und weder der Ersteller, noch First Berlin, noch die für die Weitergabe oder die Verbreitung der Finanzanalyse verantwortliche Person, haften für direkte oder indirekte, unmittelbare oder mittelbare Schäden, die aus dem Vertrauen auf die Richtigkeit von Schätzungen und Prognosen entstehen.

#### INFORMATIONSZWECKE, KEINE EMPFEHLUNG, AUFFORDERUNG, KEIN ANGEBOT ZUM KAUF VON WERTPAPIEREN

Die vorliegende Finanzanalyse dient Informationszwecken. Sie soll institutionelle Anleger unterstützen, eigene Investitionsentscheidungen zu treffen, jedoch dem Anleger in keiner Weise eine Anlageberatung zur Verfügung stellen. Weder der Ersteller, noch First Berlin, noch die für die Weitergabe oder die Verbreitung der Finanzanalyse verantwortliche Person, werden durch die Ausarbeitung dieser Finanzanalyse gegenüber einem Anleger als Anlageberater oder als Portfolioverwalter tätig. Jeder Anleger muss sich ein eigenes unabhängiges Urteil über die Geeignetheit einer Investition in Ansehung seiner eigenen Anlageziele, Erfahrungen, der Besteuerungssituation, Finanzlage und sonstiger Umstände bilden.

Die Finanzanalyse stellt keine Empfehlung oder Aufforderung und kein Angebot zum Kauf des in dieser Finanzanalyse genannten Wertpapiers dar. Weder der Ersteller, noch First Berlin, noch die für die Weitergabe oder die Verbreitung der Finanzanalyse verantwortliche Person, übernehmen demzufolge eine Haftung für Verluste, die sich direkt oder indirekt, unmittelbar oder mittelbar aus der wie auch immer gearteten Nutzung oder dem wie auch immer gearteten Gebrauch von Informationen oder Aussagen aus dieser Finanzanalyse ergeben.

Eine Entscheidung bezüglich einer Wertpapieranlage sollte auf der Grundlage unabhängiger Investmentanalysen und Verfahren sowie anderer Studien, einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf, Informationsmemoranden, Verkaufs- oder Emissionsprospekte erfolgen und nicht auf der Grundlage dieses Dokuments.

#### **KEIN ZUSTANDEKOMMEN VERTRAGLICHER SCHULDVERHÄLTNISSE**

Durch die Kenntnisnahme von dieser Finanzanalyse wird der Empfänger weder zum Kunden von First Berlin, noch entstehen First Berlin durch die Kenntnisnahme irgendwelche vertraglichen, quasi-vertraglichen oder vorvertraglichen Verpflichtungen und/oder Verantwortlichkeiten gegenüber dem Empfänger. Insbesondere kommt kein Auskunftsvertrag zwischen First Berlin und dem Empfänger dieser Informationen zustande.

#### **KEINE PFLICHT ZUR AKTUALISIERUNG**

First Berlin, den Ersteller und/oder die für die Weitergabe oder die Verbreitung der Finanzanalyse verantwortliche Person trifft keine Pflicht zur Aktualisierung der Finanzanalyse. Anleger müssen sich selbst über den laufenden Geschäftsgang und etwaige Veränderungen im laufenden Geschäftsgang des analysierten Unternehmens informieren.

#### **VERVIELFÄLTIGUNG**

Der Versand oder die Vervielfältigung dieses Dokuments ist ohne die vorherige schriftliche Zustimmung von First Berlin nicht gestattet.

#### **SALVATORISCHE KLAUSEL**

Sollte sich eine Bestimmung dieses Haftungsausschlusses unter dem jeweils anwendbaren Recht als rechtswidrig, unwirksam oder nicht durchsetzbar erweisen, ist die betreffende Bestimmung so zu behandeln, als wäre sie nicht Bestandteil dieses Haftungsausschlusses; in keinem Fall berührt sie die Rechtmäßigkeit, Wirksamkeit oder Durchsetzbarkeit der übrigen Bestimmungen.

#### **ANWENDBARES RECHT, GERICHTSSTAND**

Die Erstellung dieser Finanzanalyse unterliegt deutschem Recht. Der Gerichtsstand für etwaige Streitigkeiten ist Berlin (Deutschland).

#### **KENNTNISNAHME VOM HAFTUNGSAUSSCHLUSS**

Durch die Kenntnisnahme von dieser Finanzanalyse bestätigt der Empfänger die Verbindlichkeit der vorstehenden Ausführungen.

Indem der Empfänger dieses Dokument nutzt oder sich gleich in welcher Weise darauf verlässt, akzeptiert er die vorstehenden Beschränkungen als für ihn verbindlich.

#### **QUALIFIZIERTE INSTITUTIONELLE INVESTOREN**

Die Finanzanalysen von First Berlin sind ausschließlich für qualifizierte institutionelle Investoren bestimmt.

**Dieser Bericht ist nicht zur Verbreitung in den USA und/oder Kanada bestimmt.**