

# H2APEX Group SCA

Deutschland / Cleantech  
 Frankfurter Wertpapierbörse  
 Bloomberg: H2A GR  
 ISIN: LU0472835155

Jahresbericht 2023

## BEWERTUNG

### KURSZIEL

Aufwärtspotenzial  
 Risikobewertung

## BUY

€ 9,00

51,3%  
 High

## UMSATZ VERVIERFACHT UND GUIDANCE ERREICHT

H2APEX hat ihren Jahresbericht vorgelegt. Das Unternehmen hat mit einem Umsatz von €15,3 Mio. ihre Umsatzguidance und unsere Schätzung erreicht. Allerdings war der operative Verlust mit €22,2 Mio. deutlich höher als von uns erwartet (FBe: €-12,4 Mio.). Gründe hierfür waren höhere Materialkosten, OPEX und Abschreibungen. Das Nettoergebnis belief sich auf €-24,7 Mio. Der Auftragsbestand lag zum Jahresende bei €34 Mio. Für das laufende Jahr geht H2APEX von einem Umsatz von €35 Mio. - €40 Mio. aus. Eine Ergebnisguidance hat das Unternehmen nicht gegeben. Angesichts des Auftragsbestands im Projektentwicklungsbereich, ersten erwarteten Verkäufen von Wasserstoffspeichern sowie Umsätzen aus dem Verkauf von Wasserstoff halten wir an unserer Umsatzprognose von €39,8 Mio. fest. Die höher als erwarteten Kosten im vergangenen Jahr sind hauptsächlich auf Einmaleffekte zurückzuführen. Wir haben unsere Schätzungen für 2024 überarbeitet, kommen aber zu einer unveränderten EBIT-Prognose. Aufgrund einer erwarteten geringeren Bruttomarge und höherer Abschreibungen haben wir unsere Schätzungen für 2025E & 2026E angepasst. Ein aktualisiertes DCF-Modell führt zu einem unveränderten Kursziel von €9. Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung.

**Umsatzguidance für 2024: €35 Mio. - €40 Mio.** Für das laufende Geschäftsjahr 2024 erwartet H2APEX, den Umsatz mehr als zu verdoppeln und geht von einer Bandbreite zwischen €35 Mio. und €40 Mio. aus. Getragen wird diese Entwicklung von allen drei Segmenten (Projektentwicklung, Wasserstoffspeicherproduktion und Wasserstoffproduktion). Der größte Teil der für 2024 erwarteten Umsätze ist bereits vertraglich gesichert.

H2APEX will ab 2025 einen positiven operativen Cashflow erreichen und ab 2026 ein positives bereinigtes EBITDA. Die Bereinigung bezieht sich dabei auf nicht dem Geschäftsbetrieb zuzuordnende Einmalaufwendungen und Aufwendungen aus dem Aktienoptionsprogramm. Unsere Schätzung...

(b.w.)

## FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Umsatz (€ Mio.)	0,17	3,85	15,30	39,80	60,40	91,40
Jährliches Wachstum	na	2114,0%	297,5%	160,2%	51,8%	51,3%
EBIT (€ Mio.)	-6,81	-10,52	-22,15	-14,01	-11,11	-8,35
EBIT-Marge	na	-273,5%	-144,8%	-35,2%	-18,4%	-9,1%
Jahresübers. (€ Mio.)	-9,08	-12,94	-24,69	-16,61	-13,66	-10,69
EPS (verwässert) (€)	0,00	0,00	-0,68	-0,46	-0,38	-0,29
DPS (€)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF (€ Mio.)	-17,36	-16,95	-28,33	-40,74	-69,55	-94,76
Nettoverschuldungsgrad	na	-760,7%	-1,3%	102,8%	15,2%	51,3%
Liquide Mittel (€ Mio.)	0,58	0,15	44,47	20,84	44,80	48,60

## RISIKEN

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

## UNTERNEHMENSPROFIL

H2APEX entwickelt, baut und betreibt komplette Infrastrukturlösungen für die Produktion und Distribution von grünem Wasserstoff. Hauptsitz des Unternehmens ist Rostock-Laage in Norddeutschland.

## HANDELSDATEN

Stand: 21. Mai 2024

Schlusskurs	€ 5,95
Aktien im Umlauf	36,36 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 216,34 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 4,44 / 7,90
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	1.996

Multiples	2022	2023	2024E
KGV	n.a.	n.a.	n.a.
EV/Sales	55,2	13,9	5,3
EV/EBIT	n.a.	n.a.	n.a.
Div.-Rendite	0,0%	0,0%	0,0%

## KURSÜBERSICHT



## UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 31. Dez 2023

Liquide Mittel	€ 44,47 Mio.
Kurzfristige Vermögenswerte	€ 61,65 Mio.
Immaterielle Vermögenswerte	€ 3,92 Mio.
Bilanzsumme	€ 122,45 Mio.
Kurzfristige Verbindlichkeiten	€ 30,03 Mio.
Eigenkapital	€ 57,87 Mio.

## AKTIONÄRSSTRUKTUR

Active Ownership Capital	33,6%
APEXAFO GmbH & Co. KG	21,5%
Endurance	8,2%
Free Float	36,7%

...für 2026 sieht ein negatives unbereinigtes EBITDA von €-1,7 Mio. vor. Unterstellt man für 2026E ähnliche Kosten für das Aktienoptionsprogramm wie 2023, führt dies zu einem leicht positiven bereinigten EBITDA.

**Umsatz vervierfacht – Nettoverlust fast verdoppelt** Zwar hat H2APEX ihr Umsatzziel erreicht. Allerdings fiel der Nettoverlust deutlich höher aus als von uns erwartet (vgl. Abbildung 1). Dafür gab es drei wesentliche Gründe:

1. höhere Materialkosten;
2. höhere Abschreibungen;
3. höhere OPEX.

Zu 1: Die Materialkosten beliefen sich auf €13,7 Mio. (FBe: €10,7 Mio.). Damit betrug der Bruttogewinn (Materialkosten / Umsatz) nur €1,6 Mio. (FBe: 4,6 Mio.). Die Bruttomarge belief sich auf 10,5% (FBe: 30,0%). Wir führen die niedrigere Bruttomarge auf Extrakosten zurück, da APEX noch am Beginn der Lernkurve im Projektmanagement steht.

Zu 2: Die Abschreibungen stiegen deutlich von €2,1 Mio. auf €5,2 Mio. Darin enthalten ist eine Wertminderung auf immaterielle Vermögenswerte in Höhe von €1,5 Mio.

Zu 3: Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen verdoppelten sich J/J auf €13,8 Mio. (FBe: €9,9 Mio.), hauptsächlich durch den Anstieg der Rechts- und Beratungskosten um €2,2 Mio., der F&E-Kosten um €1,9 Mio. sowie Kosten für das Aktienoptionsprogramm (SOP) in Höhe von €1,9 Mio. Die Kosten für den Reverse Takeover und das Börsenlisting betragen insgesamt €3,3 Mio. und waren Einmalkosten.

#### Abbildung 1: Endgültige Zahlen versus Schätzungen

Alle Zahlen in € Mio.	2023A	2023E	Delta	2022A	Delta
Umsatz	15,3	15,3	0%	3,8	298%
EBIT	-22,2	-12,4	-	-10,5	-
Marge	-	-	-	-	-
Nettoergebnis	-24,7	-13,5	-	-12,9	-
Marge	-	-	-	-	-
GpA (verwässert)	-0,69	-0,37	-	-0,65	-

Quelle: First Berlin Equity Research, H2APEX Group SCA

Das EBITDA betrug €-16,9 Mio. (2022: €-9,2 Mio.), und das bereinigte EBITDA lag bei €-15,0 Mio. und berücksichtigt die Bereinigung um die Ausgaben für das Aktienoptionsprogramm (€1,9 Mio.). Die höheren Abschreibungen führten zu einem operativen Ergebnis von €-22,2 Mio. nach €-10,5 Mio. im Vorjahr. Die Rückführung von Finanzverbindlichkeiten führte zu einem verbesserten Finanzergebnis (€-2,1 Mio. versus €-3,4 Mio. im Vj.). Das Nettoergebnis belief sich auf €-24,7 Mio. nach €-12,9 Mio. im Vorjahr. Die verwässerte Aktienanzahl stieg von 20,073,695 auf 36,470,016. Dies erklärt, warum der verwässerte Verlust pro Aktie mit €-0,69 nur leicht höher war als im Vorjahr (€-0,65).

**Bilanzsumme verdoppelt** Die Bilanzsumme hat sich innerhalb eines Jahres fast verdoppelt und belief sich Ende 2023 auf €122,5 Mio. (vgl. Abbildung 2 auf der nächsten Seite). Dies ist zum einen auf den deutlichen Anstieg der Sachanlagen (€52,4 Mio. versus €33,5 Mio. Ende 2022) zurückzuführen, hauptsächlich auf den Erwerb zusätzlicher Grundstücke und Gebäude. Zum anderen hat sich die Barmittelposition im Rahmen des Reverse Takeovers deutlich erhöht und betrug zum Jahresende €44,5 Mio. (Vj.: €0,1 Mio.). Das Eigenkapital erhöhte sich von €-8,0 Mio. auf €57,7 Mio., ebenfalls im Wesentlichen eine Folge des Reverse Takeovers. Damit stieg die Eigenkapitalquote von -13% auf 47%. Gleichzeitig konnte H2APEX die langfristigen Finanzverbindlichkeiten von €50,5 Mio. auf €33,1 Mio. zurückführen. Innerhalb eines Jahres ist es H2APEX gelungen, eine schwache Bilanz in eine starke zu verwandeln.

### Abbildung 2: Bilanz, ausgewählte Positionen

in € Mio.	2023A	2022A	Delta
Immaterielle Vw. & Goodwill	3,9	2,5	56%
Sachanlagen	52,4	33,5	56%
Finanzanlagen	2,5	1,1	125%
<b>Anlagevermögen insgesamt</b>	<b>60,8</b>	<b>38,2</b>	<b>59%</b>
Vorräte	0,2	6,5	-97%
Forderungen aus Lieferungen & Leistungen	5,6	0,7	679%
Liquide Mittel	44,5	0,1	29743%
<b>Umlaufvermögen insgesamt</b>	<b>61,7</b>	<b>23,5</b>	<b>163%</b>
Eigenkapital	57,7	-8,0	<i>n.m.</i>
<i>Eigenkapitalquote</i>	<i>47,2%</i>	<i>-13,0%</i>	<i>n.m.</i>
Finanzverbindlichkeiten, langfristig	33,1	50,5	-34%
Finanzverbindlichkeiten, kurzfristig	10,6	10,7	-1%
Nettoverschuldung (+) / Nettocash (-)	-0,4	61,0	<i>n.m.</i>
Verbindlichkeiten aus Lieferungen & Leistungen	5,2	6,0	-14%
<b>Bilanzsumme</b>	<b>122,5</b>	<b>61,7</b>	<b>98%</b>

Quelle: First Berlin Equity Research, H2APEX Group SCA

**Negativer operativer Cashflow** Hauptsächlich aufgrund des Nettoverlustes (€-24,6 Mio.) war auch der operative Cashflow negativ (€-14,8 Mio.). Investitionen in Sachanlagen (€11,7 Mio.) führten zu einem hohen negativen freien Cashflow (€-26,5 Mio.). Die Investitionen flossen hauptsächlich in die Segmente Eigenbetrieb (€4,7 Mio.) und Speicher (€4,4 Mio.). Die Investitionen in den Eigenbetrieb betreffen hauptsächlich die Grundstücke in Lubmin. Die Investitionen in den Speicherbereich dienen dem Aufbau der Wasserstoffspeicherproduktion. Der sehr hohe positive Cashflow aus Investitionstätigkeit von €76,4 Mio. ist auf Zuflüsse aus dem Reverse Takeover des Börsenmantels zurückzuführen (€+88,3 Mio.). Der negative Cashflow aus Finanzierungstätigkeit (€-17,4 Mio.) beruht auf der Rückzahlung von Finanzverbindlichkeiten. Der Nettocashflow belief sich auf €44,3 Mio. (vgl. Abbildung 3).

### Abbildung 3: Kapitalflussrechnung, ausgewählte Positionen

in € Mio.	2023A	2022A
Operativer Cashflow	-14,8	-15,3
CAPEX	-11,7	-1,6
Freier Cashflow	-26,5	-16,9
Cashflow aus Investitionstätigkeit	76,4	-3,7
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-17,4	18,5
Nettocashflow	44,3	-0,4

Quelle: First Berlin Equity Research, H2APEX Group SCA

**Zukunftsgeschäft Wasserstoffspeicher** Zwar wird zukünftig sukzessive immer mehr Wasserstoff über Pipelines transportiert, aber der Aufbau des Wasserstoffpipelinennetzes wird viele Jahre dauern. Die einzige Alternative ist der Transport von Wasserstoff in Speichern. Selbst mit einem ausgebauten Pipelinennetz werden viele Nachfrager ohne direkten Anschluss bleiben und sind für die „letzte Meile“ auf mobile Speicher angewiesen. H2APEX hat transportierbare Wasserstoffspeichertanks entwickelt und produziert diese seit diesem Jahr in kleinen Stückzahlen in eigenen Anlagen selbst. Das Unternehmen plant, ihre Produktion von Drucktanks dieses Jahr hochzufahren und zum Jahresende die volle Kapazität zu erreichen (FBe: 3.600 Tanks p.a.). H2APEX ist auch auf der Suche nach einem

strategischen Partner für die Serienproduktion dieser Lösungen in größeren Stückzahlen (bis zu 55.000 Tanks pro Jahr). Bei den Wasserstoffspeichern handelt es sich um Drucktanks vom Typ IV, d.h. Tanks aus Faserverbundstoffen mit Kunststoffliner. Diese Tanks werden zur Distribution und im Verkehrsbereich eingesetzt.

Der F&E-Fokus von H2APEX liegt auf der Entwicklung chemischer Speicherlösungen für Wasserstoff. Zuletzt hat das Unternehmen dazu drei internationale Patente eingereicht. In Zusammenarbeit mit dem Leibniz-Institut für Katalyse e.V. (LIKAT) entwickelt H2APEX einen ungiftigen Wasserstoffträger. Das LIKAT hat bereits einen Prototyp entwickelt, der in Zukunft vergrößert werden soll. H2APEX verfügt über eine F&E-Abteilung, die größtenteils durch öffentliche Mittel finanziert wird und fünf Mitarbeiter umfasst. Dieses F&E-Team befindet sich in Rostock-Laage.

**Das Ziel: Produzent von grünem Wasserstoff** H2APEX plant, neben der kleinen vorhandenen Wasserstoffproduktionsanlage (2 MW) weitere eigene Wasserstoffproduktionsanlagen zu entwickeln und in Betrieb zu nehmen (Rostock-Laage: 100 MW, Lubmin: bis zu 600 MW)). Dies soll teilweise zusammen mit Joint-Venture-Partnern (z.B. Versorger) erfolgen, um die hohen Investitionskosten gemeinsam zu finanzieren. Mittel- bis langfristig erwartet H2APEX, die Mehrheit des Gesamtumsatzes mit dem Verkauf von Wasserstoff zu generieren.

**EU genehmigt Förderung für 100 MW Elektrolyseur-IPCEI-Projekt** Mit der Fördergenehmigung durch die EU macht H2APEXs 100 MW Elektrolyseurprojekt H2ERO einen wichtigen Schritt hin zur Realisierung (vgl. auch unser Research vom 19.2.2024). Wir rechnen mit der Freigabe der Mittel durch das Bundeswirtschaftsministerium im Sommer und noch in diesem Jahr mit der finalen Investitionsentscheidung. Die Fertigstellung des Projekts dürfte im Jahr 2028 erfolgen. Das Projekt hat ein geplantes Investitionsvolumen von ca. €213 Mio., und H2APEX hat eine Förderung von €167 Mio. beantragt. H2APEX plant, mit der Anlage mindestens 7.000 t Wasserstoff p.a. zu produzieren. Bei einem unterstellten Wasserstoffpreis von 7 €/kg würde dies zu Umsatzerlösen von mindestens €49 Mio. führen.

**H2APEXs 600 MW Elektrolyseurprojekt in Lubmin** In Deutschland gibt es bereits mehrere Projekte zur Umrüstung bestehender Pipelines auf Wasserstoff, die sich in unterschiedlichen Entwicklungsstadien befinden, wobei die ersten umgerüsteten Pipelines voraussichtlich ab 2027 für den Wasserstofftransport zur Verfügung stehen werden. Eines dieser Projekte ist "Flow - making hydrogen happen", das eine Nord-Süd-Transportroute für grünen Wasserstoff von Lubmin nach Stuttgart schaffen und damit das Chemiedreieck Halle/Leipzig, das Rhein-Main- und das Rhein-Neckar-Gebiet anbinden soll. Mit einer erwarteten Einspeiseleistung von bis zu 20 GW sollen die Pipelines zusätzliche Versorgungssicherheit insbesondere für Verbraucher mit großem Wasserstoffbedarf schaffen. H2APEXs Plan, in Lubmin einen Elektrolyseur mit bis zu 600 MW Kapazität zu bauen und zu betreiben, erscheint uns aufgrund der idealen Ortswahl vielversprechend. Der Standort bietet zum einen eine sehr gute Versorgung mit günstigem Windstrom und zum anderen durch den Pipelineanschluss einen direkten Zugang zu mehreren deutschen Industriezentren mit zukünftig hohem Wasserstoffbedarf. Noch befindet sich das Projekt in der Entwurfsplanungsphase und benötigt einen finanziell starken Partner, um die hohen Investitionskosten stemmen zu können. H2APEX plant, das Projekt bis Ende 2027 fertigzustellen und dann in Betrieb zu nehmen. Das Unternehmen hat sich bereits Grundstücke in Lubmin gesichert. Wir rechnen 2025 mit der endgültigen Investitionsentscheidung. Aufgrund des noch frühen Entwicklungsstadiums haben wir das Projekt bisher noch nicht in unseren Schätzungen berücksichtigt.



**Auftragsbestand stabil** Der Auftragsbestand belief sich Ende 2023 auf €34 Mio. und zeigte sich damit gegenüber dem Vorjahreswert unverändert. Den Grund dafür, dass kein weiterer Anstieg erfolgt ist, sehen wir darin, dass viele Ausschreibungen sich in die Länge ziehen und Kunden bei der endgültigen Investitionsentscheidung zögern. Wir gehen aber davon aus, dass sich dies im Laufe des Jahres ändert und H2APEX bei mehreren großen Elektrolyseurprojekten (>10 MW) den Zuschlag erhält.

**Mitarbeiterzahl auf 81 gestiegen** Die Mitarbeiterzahl ist 2023 kräftig von 46 auf 81 gestiegen. Über den Erwerb der Plant Engineering GmbH hat APEX nicht nur ihre Kapazitäten im Engineering nahezu verdoppelt, sondern auch weiteres Know-how auf dem Gebiet der Wasserstofftechnologie gewonnen. Inzwischen liegt die Mitarbeiterzahl bei ca. 110.

**Aktienoptionsprogramm umgesetzt** Das auf der Hauptversammlung am 2. Mai 2023 beschlossene Aktienoptionsprogramm umfasst 3,64 Mio. Optionen. Dabei entspricht eine Option einer Aktie. Ende 2023 belief sich die Zahl der ausstehenden Optionen auf 2,4 Mio. Der Ausübungspreis liegt bei €5,50. Damit sind gegenwärtig alle ausstehenden Optionen „in the money“. Die Optionen wurden dem Aufsichtsratsvorsitzenden (1,0 Mio.) und wichtigen Mitarbeitern gewährt (1,74 Mio.). Optionen werden über vier Jahre (1/16 pro Quartal) freigegeben. Wir berücksichtigen die sich aus dem Aktienoptionsprogramm ergebende abdiskontierte Aktienzahl bei der verwässerten Aktienanzahl, sofern die Optionen „in the money“ sind, was gegenwärtig der Fall ist. Die sich aus der unterstellten Ausübung der Optionen ergebenden Mittelzuflüsse haben wir abdiskontiert und zur Nettocashposition addiert.

**Keine Kapitalerhöhung für das laufende Jahr erwartet** Aufgrund der hohen Cashposition zu Jahresbeginn gehen wir nicht mehr davon aus, dass H2APEX dieses Jahr eine Kapitalerhöhung durchführt. Stattdessen unterstellen wir eine Kapitalerhöhung im Jahr 2025 (3,6 Mio. Aktien zu €6,50 = €23,4 Mio.), um das geplante Wachstum zu finanzieren. Wir haben die sich aus der KE ergebende Aktienzahl abdiskontiert und der verwässerten Aktienzahl zugeschlagen. Die Einnahmen aus der erwarteten KE haben wir ebenfalls abdiskontiert und zur Nettocashposition addiert.

**Umsatzschätzungen bestätigt** Wir halten an unseren Umsatzschätzungen für das laufende Jahr und die Folgejahre fest und unterstellen für 2024 ein Umsatzwachstum von 160% auf €39,8 Mio. (vgl. Abbildung 4). Der größte Umsatzbeitrag sollte aus dem Projektgeschäft stammen (€34,5 Mio.), das Speichergeschäft trägt erstmals zum Umsatz bei (FBe: €4,3 Mio.) und der Verkauf von Wasserstoff sollte sich auf €1,0 Mio. verdoppeln.

**Abbildung 4: Umsatzprognose auf Segment- und Konzernebene**

Externer Umsatz in € Mio.	2024E	2023A	Delta
Projektentwicklung	34,5	14,8	133%
Eigenbetrieb	1,0	0,5	114%
Speicher	4,3	0,0	n.a.
<b>Insgesamt</b>	<b>39,8</b>	<b>15,3</b>	<b>160%</b>

Quelle: First Berlin Equity Research, H2APEX Group SCA

**Ergebnisschätzungen angepasst** Nach den endgültigen Zahlen für 2023 haben wir unsere Ergebnisschätzungen für 2024 überarbeitet, kommen aber auf ein unverändertes EBIT von €-14,0 Mio. Für die Folgejahre haben wir die Bruttomargenschätzung auf 30% gesenkt und unsere Prognose der Abschreibungen erhöht (vgl. Abbildung 5 auf der nächsten Seite).



### Abbildung 5: Anpassung der Schätzungen

Alle Zahlen in € Mio.	2024E			2025E			2026E		
	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta
Umsatz	39,8	39,8	0%	60,4	60,4	0%	91,4	91,4	0%
EBIT	-14,0	-14,0	-	-8,9	-11,1	-	-2,6	-8,4	-
Marge	-35,2%	-35,2%	-	-14,7%	-18,4%	-	-2,8%	-9,1%	-
Nettoergebnis	-16,1	-16,6	-	-10,9	-13,7	-	-5,0	-10,7	-
Marge	-40,5%	-41,7%	-	-18,0%	-22,6%	-	-5,5%	-11,7%	-
GpA (verwässert)	-0,40	-0,46	-	-0,27	-0,38	-	-0,12	-0,29	-

Quelle: First Berlin Equity Research

**Weiterhin Kaufen bei unverändertem Kursziel** Wir haben unser DCF-Modell ein Jahr nach vorne gerollt. Trotz der gesenkten Schätzungen bleibt das Kursziel bei €9. Wir bekräftigen unsere Kaufempfehlung.



## BEWERTUNGSMODELL

Alle Angaben in Tsd EUR	2024 E	2025 E	2026 E	2027 E	2028 E	2029 E	2030 E	2031 E
<b>Nettoumsatz</b>	<b>39.800</b>	<b>60.400</b>	<b>91.400</b>	<b>127.500</b>	<b>171.900</b>	<b>205.077</b>	<b>241.170</b>	<b>279.516</b>
<b>NOPLAT</b>	<b>-14.333</b>	<b>-11.373</b>	<b>-8.563</b>	<b>-4.267</b>	<b>1.567</b>	<b>5.979</b>	<b>9.618</b>	<b>13.212</b>
+ Abschreibungen	3.417	4.046	6.541	10.527	12.912	12.998	13.123	13.313
= Operativer Cashflow (netto)	-10.916	-7.326	-2.022	6.260	14.479	18.978	22.741	26.525
- Gesamte Investitionen (Capex und WC)	-29.829	-62.224	-9.743	13.442	-27.264	-26.462	-28.853	-30.773
Capex	-24.278	-61.004	-85.916	-62.475	-18.909	-19.855	-21.486	-22.742
Working Capital	-5.551	-1.220	-6.827	-8.083	-8.355	-6.607	-7.367	-8.031
Other	0	0	83.000	84.000	0	0	0	0
= Freier Cashflow (FCF)	-40.745	-69.551	-11.765	19.702	-12.785	-7.484	-6.112	-4.248
<b>GW der FCFs</b>	<b>-39.046</b>	<b>-62.156</b>	<b>-9.805</b>	<b>15.313</b>	<b>-9.265</b>	<b>-5.057</b>	<b>-3.852</b>	<b>-2.497</b>

in Tsd EUR	
GWs der FCFs explizite Periode (2024E-2038E)	-76.281
GWs der FCFs in der Terminalperiode	417.583
Unternehmenswert (EV)	341.302
+ Nettokasse / - Nettoverbindlichkeiten (p.f.)	33.081
+ Investitionen / Anteile Dritter	11
Shareholder Value	374.395
Verw ässerte Aktienzahl	41.715
<b>Fairer Wert je Aktie (€)</b>	<b>8,98</b>

Terminales Wachstum:	4,0%
Terminale EBIT-Marge:	10,5%

WACC	7,2%
Eigenkapitalkosten	13,5%
Fremdkapitalkosten (vor Steuern)	5,0%
Normaler Steuersatz	23,0%
Fremdkapitalkosten (nach Steuern)	3,9%
EK-Anteil	35,0%
FK-Anteil	65,0%
<b>Kursziel (€)</b>	<b>9,00</b>

		Umsatzwachstum in der Terminalperiode						
		3,0%	3,3%	3,7%	4,0%	4,3%	4,7%	5,0%
WACC	5,7%	14,03	15,94	18,45	21,92	27,01	35,20	50,59
	6,2%	10,83	12,06	13,60	15,60	18,28	22,09	27,91
	6,7%	8,53	9,37	10,38	11,64	13,24	15,35	18,26
	7,2%	6,81	7,40	8,10	8,98	9,98	11,28	12,96
	7,7%	5,49	5,92	6,42	7,01	7,71	8,57	9,63
	8,2%	4,44	4,77	5,13	5,56	6,06	6,65	7,36
	8,7%	3,60	3,85	4,13	4,44	4,81	5,23	5,72

\* aus Layoutgründen werden nur die Jahre bis 2031 gezeigt, das Modell reicht aber bis 2038



## GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd EUR	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>Umsatz</b>	<b>174</b>	<b>3.848</b>	<b>15.297</b>	<b>39.800</b>	<b>60.400</b>	<b>91.400</b>
Eigenleistungen	233	0	50	300	1.500	1.500
Herstellungskosten	39	3.118	13.684	28.258	42.280	63.980
Forschung & Entwicklung	0	0	0	0	0	0
Personalkosten	2.678	3.746	6.889	12.148	14.710	16.452
Sonstige betriebliche Erträge	874	532	1.041	1.194	1.208	1.828
Sonstige betriebliche Aufwendungen	4.794	5.960	12.732	11.301	13.035	15.995
<b>EBITDA</b>	<b>-6.230</b>	<b>-8.444</b>	<b>-16.917</b>	<b>-10.413</b>	<b>-6.917</b>	<b>-1.699</b>
Abschreibungen & Amortisation	583	2.080	5.237	3.594	4.188	6.655
<b>EBIT</b>	<b>-6.814</b>	<b>-10.524</b>	<b>-22.154</b>	<b>-14.007</b>	<b>-11.105</b>	<b>-8.354</b>
Andere Finanzerträge / -aufwendungen	0	0	0	0	0	0
<b>EBT</b>	<b>-8.396</b>	<b>-13.888</b>	<b>-24.206</b>	<b>-16.280</b>	<b>-13.391</b>	<b>-10.482</b>
Steuern	689	-935	429	326	268	210
Minderheitsbeteiligungen	1	9	-54	0	0	0
<b>Nettogewinn/ -verlust</b>	<b>-9.084</b>	<b>-12.944</b>	<b>-24.689</b>	<b>-16.606</b>	<b>-13.659</b>	<b>-10.692</b>
<b>EPS (verwässert)</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>-0,68</b>	<b>-0,46</b>	<b>-0,38</b>	<b>-0,29</b>
<b>Kennzahlen</b>						
Bruttomarge	77,5%	19,0%	10,5%	29,0%	30,0%	30,0%
EBITDA-Marge	-3584,8%	-219,4%	-110,6%	-26,2%	-11,5%	-1,9%
EBIT-Marge	-3920,3%	-273,5%	-144,8%	-35,2%	-18,4%	-9,1%
Nettomarge	-5226,4%	-336,4%	-161,4%	-41,7%	-22,6%	-11,7%
Steuersatz	-8,2%	6,7%	-1,8%	-2,0%	-2,0%	-2,0%
<b>Ausgaben in % vom Umsatz</b>						
Personalkosten	1541,0%	97,3%	45,0%	30,5%	24,4%	18,0%
Abschreibung & Amortisation	335,5%	54,1%	34,2%	9,0%	6,9%	7,3%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	2758,1%	154,9%	83,2%	28,4%	21,6%	17,5%
<b>Jährliches Wachstum</b>						
Gesamtumsatz	n.m.	2114,0%	297,5%	160,2%	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	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>Vermögen</b>						
<b>Umlaufvermögen, gesamt</b>	<b>16.737</b>	<b>23.487</b>	<b>61.653</b>	<b>42.271</b>	<b>69.370</b>	<b>82.971</b>
Liquide Mittel	579	149	44.466	20.837	44.795	48.597
Kurzfristige Investitionen	0	0	0	0	0	0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	445	724	5.641	5.452	7.447	12.521
Vorräte	2.630	6.498	210	4.645	5.792	10.517
Sonstige Forderungen	13.083	16.115	11.336	11.336	11.336	11.336
<b>Anlagevermögen, gesamt</b>	<b>38.545</b>	<b>38.247</b>	<b>60.801</b>	<b>81.662</b>	<b>138.619</b>	<b>217.994</b>
Sachanlagen	35.432	33.530	52.414	72.887	129.278	207.816
Nutzungsrechte	0	0	885	885	885	885
Goodwill & Immaterielle Vermögenswerte	2.013	2.521	3.922	4.309	4.876	5.712
Sonstige	1.100	2.196	4.465	4.465	4.465	4.465
<b>Aktiva</b>	<b>55.282</b>	<b>61.734</b>	<b>122.454</b>	<b>123.932</b>	<b>207.989</b>	<b>300.965</b>
<b>Eigenkapital und Verbindlichkeiten</b>						
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt</b>	<b>54.960</b>	<b>18.191</b>	<b>30.030</b>	<b>38.719</b>	<b>43.340</b>	<b>43.007</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten (kurzfristig)	45.712	10.683	10.611	20.605	23.305	20.000
Leasingverbindlichkeiten	0	0	0	0	0	0
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	8.468	6.000	5.176	3.871	5.792	8.764
Rückstellungen (kurzfristig)	0	1.179	10.949	10.949	10.949	10.949
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	780	329	3.294	3.294	3.294	3.294
<b>Langfristige Verbindlichkeiten, gesamt</b>	<b>2.246</b>	<b>51.559</b>	<b>34.555</b>	<b>43.950</b>	<b>113.645</b>	<b>217.645</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten	846	50.463	33.109	42.504	29.199	49.199
Leasingverbindlichkeiten	0	0	0	0	0	0
Passive Rechnungsabgrenzungsposten	0	0	0	0	0	0
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	1.400	1.096	1.446	1.446	84.446	168.446
<b>Anteile Dritter</b>	<b>11</b>	<b>3</b>	<b>127</b>	<b>127</b>	<b>127</b>	<b>127</b>
<b>Eigenkapital</b>	<b>-1.936</b>	<b>-8.019</b>	<b>57.742</b>	<b>41.136</b>	<b>50.877</b>	<b>40.185</b>
Gezeichnetes Kapital	33	312	564	564	4.164	4.164
Kapitalrücklage	13.992	20.570	111.204	111.204	131.004	131.004
Andere Rücklagen	0	0	0	0	0	0
Eigene Aktien	0	0	0	0	0	0
Gewinnrücklagen	-15.962	-28.901	-54.025	-70.631	-84.290	-94.982
<b>Passiva</b>	<b>55.282</b>	<b>61.734</b>	<b>122.454</b>	<b>123.932</b>	<b>207.989</b>	<b>300.965</b>
<b>Kennzahlen</b>						
Current ratio (x)	0,30	1,29	2,05	1,09	1,60	1,93
Quick ratio (x)	0,26	0,93	2,05	0,97	1,47	1,68
Nettverbindlichkeiten	45.978	60.997	-746	42.272	7.709	20.602
Net Gearing	-2375,2%	-760,7%	-1,3%	102,8%	15,2%	51,3%
Eigenkapitalquote	-3,5%	-13,0%	47,3%	33,3%	24,5%	13,4%
Buchwert je Aktie (in €)	n.m.	n.m.	1,59	1,13	1,40	1,11
Return on Equity (ROE)	n.m.	n.m.	-42,8%	-40,4%	-26,8%	-26,6%
Forderungsumschlag in Tagen	935	69	135	50	45	50
Vorratsumschlag in Tagen	n.m.	761	6	60	50	60
Kreditorenlaufzeit in Tagen	n.m.	702	138	50	50	50



## CASHFLOWRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd EUR	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>EBIT</b>	<b>-6.814</b>	<b>-6.574</b>	<b>-22.154</b>	<b>-14.007</b>	<b>-11.105</b>	<b>-8.354</b>
Abschreibungen	583	2.002	3.395	3.417	4.046	6.541
<b>EBITDA</b>	<b>-6.230</b>	<b>-4.572</b>	<b>-18.759</b>	<b>-10.590</b>	<b>-7.059</b>	<b>-1.812</b>
Veränderungen Working Capital	-210	-7.210	-4.480	-5.551	-1.220	-6.827
Sonstiges (Rückstellungen, Zinsen, etc.)	-318	-3.577	6.587	-326	-268	-210
<b>Operativer Cashflow</b>	<b>-6.758</b>	<b>-15.359</b>	<b>-16.652</b>	<b>-16.467</b>	<b>-8.547</b>	<b>-8.849</b>
Investitionen in Sachanlagen	-10.606	-1.592	-11.677	-23.880	-60.400	-85.002
Investitionen in immaterielle Vermögenswerte	0	0	0	-398	-604	-914
<b>Freier Cashflow</b>	<b>-17.364</b>	<b>-16.951</b>	<b>-28.329</b>	<b>-40.745</b>	<b>-69.551</b>	<b>-94.765</b>
Akquisitionen und Verkäufe	136	0	88.277	0	0	0
Andere Investitionen	-8.517	-2.070	-154	0	0	0
<b>Cashflow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-18.986</b>	<b>-3.662</b>	<b>76.446</b>	<b>-24.278</b>	<b>-61.004</b>	<b>-85.916</b>
Cashflow aus FK-Finanzierung, netto	<b>13.305</b>	<b>18.511</b>	<b>-17.426</b>	<b>19.389</b>	<b>-10.605</b>	<b>16.695</b>
Cashflow aus EK-Finanzierung, netto	15.000	0	0	0	23.400	0
Gezahlte Dividenden	0	0	0	0	0	0
Sonstige Finanzierung	-2.654	2	0	-2.273	80.714	81.871
<b>Cashflow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>25.651</b>	<b>18.513</b>	<b>-17.426</b>	<b>17.116</b>	<b>93.509</b>	<b>98.567</b>
FOREX & sonstige Effekte	0	0	107	0	0	0
<b>Veränderung der liquiden Mittel</b>	<b>-93</b>	<b>-508</b>	<b>42.475</b>	<b>-23.629</b>	<b>23.958</b>	<b>3.802</b>
Cash am Anfang der Periode	672	579	149	44.466	20.837	44.795
<b>Cash zum Ende der Periode</b>	<b>579</b>	<b>71</b>	<b>42.624</b>	<b>20.837</b>	<b>44.795</b>	<b>48.597</b>
<b>EBITDA je Aktie</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>-0,47</b>	<b>-0,29</b>	<b>-0,19</b>	<b>-0,05</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.	-28%	n.m.	n.m.	446%	5%
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 22. Mai 2024 um 12:48 Uhr abgeschlossen.

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

**Copyright© 2024 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 H2APEX Group SCA 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 H2APEX Group SCA 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	5. Dezember 2023	€ 5,00	Buy	€ 8,40
6	19. Februar 2024	€ 6,10	Buy	€ 9,00
7	13. März 2024	€ 5,80	Buy	€ 9,00
8	Heute	€ 5,95	Buy	€ 9,00

### 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.**