



# H2APEX Group SCA

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

H1/24-Bericht

**BEWERTUNG**
**KURSZIEL**

Aufwärtspotenzial  
Risikobewertung

**BUY**
**€ 9,00**

78,2%  
High

## H2APEX RECHNET MIT GROßAUFTRÄGEN IN H2

H2APEX hat den Umsatz in Q2 erneut kräftig auf €7,4 Mio. gesteigert (Q2/23: €0,7 Mio.), aber auch die Verluste ausgeweitet. So betrug das Nettoergebnis €-9,1 Mio. nach €4,6 Mio. im Vorjahresquartal. Die wesentlichen Gründe für die höheren Verluste waren eine Abschreibung auf ein Grundstück in Höhe von €2,9 Mio. und deutlich höhere Materialkosten. Durch die fortschreitende Projektrealisierung ist der Auftragsbestand weiter zurückgegangen und belief sich Ende Q2 auf €22,9 Mio. Das Unternehmen nimmt gegenwärtig an mehreren Ausschreibungen für Elektrolyseprojekte teil und erwartet, bis Ende 2024 Aufträge mit einer kumulierten Kapazität von 100 MW zu gewinnen. Wir schätzen das Umsatzpotenzial dieser Aufträge auf ca. €200 Mio. H2APEX hat ihre Umsatzguidance auf die untere Hälfte der ursprünglichen Guidance von €35 Mio. - €40 Mio. gesenkt. Nach den schwächer als erwarteten Q2-Zahlen und der Senkung des oberen Randes der Umsatzguidance senken wir unsere Schätzungen für das laufende Jahr. Angesichts des erwarteten Auftragseingangs, den Fortschritten beim Aufbau der Produktion von Wasserstoffspeichern und der Ankündigung der finalen Investitionsentscheidungen für die ersten Ausbaustufen (jeweils 100 MW) der großen Elektrolyseurprojekte in Rostock-Laage und Lubmin für Q1/25 bleiben wir für die weitere Unternehmensentwicklung optimistisch und lassen unsere Schätzungen für die nächsten Jahre weitgehend unverändert. Entscheidend wird sein, strategische Partner zu finden, die die Finanzierung der Großprojekte stemmen können. Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt weiterhin ein Kursziel von €9. Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung.

**Oberer Guidancerand abgesenkt** H2APEX hatte bisher eine Umsatzguidance von €35 Mio. bis €40 Mio. für 2024 kommuniziert. Aufgrund von Verzögerungen im Segment Projektentwicklung hat das Management die Guidancebandbreite auf die untere Hälfte der ursprünglichen Guidance reduziert. Selbst wenn H2APEX nur den unteren Rand erreicht, entspräche dies mehr als einer Verdoppelung des letztjährigen Umsatzes. (b.w.)

### FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Umsatz (€ Mio.)	0,2	3,8	15,3	35,5	60,4	91,4
Jährliches Wachstum	na	2114,0%	297,5%	132,1%	70,1%	51,3%
EBIT (€ Mio.)	-6,8	-10,5	-22,2	-22,8	-10,8	-8,2
EBIT-Marge	na	-273,5%	-144,8%	-64,2%	-17,9%	-9,0%
Jahresübers. (€ Mio.)	-9,1	-12,9	-24,7	-25,6	-13,4	-10,6
EPS (verwässert) (€)	0,00	0,00	-0,68	-0,70	-0,33	-0,26
DPS (€)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF (€ Mio.)	-17,4	-17,0	-28,3	-32,8	-70,6	-95,4
Nettoverschuldungsgrad	na	-760,7%	-1,3%	107,0%	2,1%	45,6%
Liquide Mittel (€ Mio.)	0,6	0,1	44,5	28,7	51,6	54,8

### RISIKEN

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

### 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: 9. Sep 2024

Schlusskurs	€ 5,05
Aktien im Umlauf	36,36 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 183,61 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 4,44 / 7,90
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	1.686

Multiples	2023	2024E	2025E
KGV	n.a.	n.a.	n.a.
EV/Sales	12,0	5,2	3,0
EV/EBIT	n.a.	n.a.	n.a.
Div.-Rendite	0,0%	0,0%	0,0%

### KURSÜBERSICHT



### UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 30. Jun 2024

Liquide Mittel	€ 16,12 Mio.
Kurzfristige Vermögenswerte	€ 44,02 Mio.
Immaterielle Vermögenswerte	€ 3,86 Mio.
Bilanzsumme	€ 102,82 Mio.
Kurzfristige Verbindlichkeiten	€ 24,69 Mio.
Eigenkapital	€ 43,72 Mio.

### AKTIONÄRSSTRUKTUR

Active Ownership Capital	33,6%
APEX AFO et al.	36,5%
Free Float	29,9%



**Q2-Zahlen unter unseren Erwartungen** H2APEX gelang im 2. Quartal eine sehr starke Umsatzsteigerung auf €7,4 Mio. (Q2/23: €0,7 Mio.). Aufgrund von Projektverzögerungen blieb der Umsatz 17% hinter unserer Schätzung zurück. Das EBIT lag mit €-8,8 Mio. deutlich unter dem Vorjahreswert (€-4,3 Mio.) und unserer Schätzung von €-5,7 Mio. Wesentlicher Grund dafür war eine Abschreibung auf ein Grundstück in Höhe von €2,9 Mio. Außerdem war der Bruttoertrag negativ (€-1,3 Mio.) nach €+215 tsd. im Vorjahresquartal. Der Nettoverlust belief sich auf €-9,1 Mio. (vgl. Abbildung 1).

Auf Halbjahresbasis ergibt sich ein ähnliches Bild: Der Umsatz konnte mehr als versiebenfacht werden und belief sich auf €17,5 Mio. Der Umsatz wurde fast ausschließlich im Bereich Projektentwicklung generiert. Lediglich das Segment Eigenproduktion trug mit €229 tsd. noch marginal zum Gesamtumsatz bei. Stark gestiegene Materialkosten (€18,5 Mio. versus €1,8 Mio. in H1/23) führten zu einem negativen Bruttoertrag (€-1,1 Mio.). Deutlich höhere Personalkosten (€4,6 Mio. versus €29 Mio. in H1/23) und höhere Abschreibungen waren die wesentlichen Treiber für den operativen Verlust von €-13,5 Mio. nach €-8,3 Mio. im Vorjahr.

**Abbildung 1: Q2-Zahlen versus Schätzungen**

Alle Zahlen in € Mio.	Q2-24A	Q2-24E	Delta	Q2-23A	Delta	H1-24A	H1-23A	Delta
Umsatz	7,4	8,9	-17%	0,7	896%	17,5	2,3	667%
EBIT	-8,8	-5,7	-	-4,3	-	-13,5	-8,3	-
Marge	-	-	-	-	-	-	-	-
Nettoergebnis	-9,1	-6,2	-	-4,6	-	-14,1	-9,0	-
Marge	-	-	-	-	-	-	-	-
GpA (verwässert)	-0,25	-0,17	-	-0,13	-	-0,39	-0,25	-

Quelle: First Berlin Equity Research, H2APEX Group SCA

### Grundstücksabschreibung belastet GuV, Grundstücksverkauf stärkt Barmittelposition

Im August verkaufte H2APEX ein nicht betriebsnotwendiges Grundstück in Rostock-Laage an einen Automobilzulieferer, der dort seine Kapazitäten ausbauen möchte. Zwar musste H2APEX für den Verkauf einen Buchverlust von €2,9 Mio. hinnehmen, der bereits in Q2 ausgewiesen wurde, aber wir halten den Zufluss von €3,9 Mio. an frischen liquiden Mitteln für wichtiger als den Buchverlust, um ausreichend Liquidität zu haben, um die Projekte in Bremen (10 MW Elektrolyseur) und Wyhlen (5 MW Elektrolyseur) weiter voranzutreiben. Hinzu kommt, dass ein prosperierendes Unternehmen in unmittelbarer Nachbarschaft den Standort Rostock-Laage stärkt und für Arbeitnehmer attraktiver macht.

### Auftragsbestand gesunken, aber Großaufträge winken

Im ersten Halbjahr ist der Auftragsbestand von €34,4 Mio. auf €22,9 Mio. gesunken, hauptsächlich durch die Realisierung von Umsätzen aus den laufenden Projekten. Allerdings erwartet H2APEX eine deutliche Erhöhung des Auftragsbestands in H2, da das Unternehmen kurz davor steht, mehrere große Aufträge mit einer Gesamtelektrolysekapazität von 100 MW zu gewinnen. Wir unterstellen, dass die Projekte einen üblichen Infrastruktumfang haben und gehen daher davon aus, dass das Auftragsvolumen bei ca. €200 Mio. liegt. Gelingt die Auftragsakquise, sehen wir unsere Schätzungen für das Segment Projektentwicklung (2027E: €90 Mio., 2028E: €100 Mio.) als gut unterlegtan.

### Bilanz wird schwächer

Die größte Veränderung auf der Aktivseite ist das Abschmelzen der Barmittelposition von €44,5 Mio. zu Jahresbeginn auf €16,1 Mio. Ende Juni (vgl. Abbildung 2 auf der nächsten Seite). Der Rückgang basiert zum einen auf der Nettorückzahlung von kurzfristigen Finanzverbindlichkeiten (€8,4 Mio.). Zum anderen wurden die Barmittel zur Deckung des Mittelabflusses aus operativer Tätigkeit (€16,8 Mio.) und für Investitionen (€3,1 Mio.) verwendet. Das Eigenkapital sank hauptsächlich aufgrund des Nettoverlustes in H1 um 24% auf €43,7 Mio. Die Eigenkapitalquote fiel um fast 5 Prozentpunkte auf €42,5%. Die Nettoverschuldung betrug Ende Juni €19,4 Mio.; zu Jahresbeginn bestand noch eine kleine Nettocashposition in Höhe von €0,7 Mio.

## Abbildung 2: Bilanzentwicklung

in € Mio.	H1-24A	2023A	Delta
Immaterielle Vw. & Goodwill	3,9	3,9	-2%
Sachanlagen	50,9	52,4	-3%
Finanzanlagen	2,5	2,5	1%
<b>Anlagevermögen insgesamt</b>	<b>58,8</b>	<b>60,8</b>	<b>-3%</b>
Vorräte	0,2	0,2	0%
Forderungen aus Lieferungen & Leistungen	5,8	5,6	2%
Liquide Mittel	16,1	44,5	-64%
<b>Umlaufvermögen insgesamt</b>	<b>44,0</b>	<b>61,7</b>	<b>-29%</b>
Eigenkapital	43,7	57,9	-24%
<i>Eigenkapitalquote</i>	<i>42,5%</i>	<i>47,3%</i>	<i>-4,8 PP</i>
Finanzverbindlichkeiten, langfristig	33,4	33,1	1%
Finanzverbindlichkeiten, kurzfristig	2,1	10,6	-80%
Nettoverschuldung (+) / Nettocash (-)	19,4	-0,7	<i>n.m.</i>
Verbindlichkeiten aus Lieferungen & Leistungen	6,1	5,2	19%
<b>Bilanzsumme</b>	<b>102,8</b>	<b>122,5</b>	<b>-16%</b>

Quelle: First Berlin Equity Research, H2APEX Group SCA

**Kapitalflussrechnung geprägt durch hohen operativen Mittelabfluss** Der operative Cashflow belief sich im ersten Halbjahr auf €-16,8 Mio. und wurde hauptsächlich durch den Nettoverlust in Höhe von €-14,1 Mio. verursacht (vgl. Abbildung 3). Investitionen ergaben einen Mittelabfluss aus investiver Tätigkeit von €3,1 Mio. Auch der Kapitalfluss aus Finanzierungstätigkeit war negativ durch die Nettorückzahlung von Finanzverbindlichkeiten in Höhe von €8,4 Mio. Der Nettomittelabfluss betrug €28,3 Mio.

## Abbildung 3: Entwicklung der Kapitalflussrechnung

in € Mio.	H1-24A	H1-23A
Operativer Cashflow	-16,8	-17,0
CAPEX	-3,1	-2,8
Freier Cashflow	-19,9	-19,8
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-3,1	85,1
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-8,4	-18,0
Nettocashflow	-28,3	50,1

Quelle: First Berlin Equity Research, H2APEX Group SCA

**Unternehmensstruktur ausgebaut** Die Anzahl der Mitarbeiter ist im Jahresvergleich von 85 auf 129 angestiegen. Entsprechend wurde die Unternehmensorganisation an die höhere Mitarbeiterzahl angepasst. Der Aufbau der Produktion von Wasserstoffspeichern ist weiter vorangeschritten. Inzwischen kann H2APEX die Wasserstofftanks eigenständig testen und wickeln. Das Hochfahren der Produktion soll in Q1/25 erfolgen.

**Schätzungen für 2024 gesenkt** Nach den schwächer als erwarteten Halbjahreszahlen und der Senkung des oberen Guidancerandes haben wir unsere Schätzungen für das laufende Jahr überarbeitet. Wir unterstellen nunmehr einen Umsatz von €35,5 Mio. und ein EBIT von €-22,8 Mio. (vgl. Abbildung 4 auf der nächsten Seite). Gleichzeitig lassen wir unsere Schätzung für 2025E weitgehend unverändert. Unser Optimismus für 2025 speist sich aus mehreren Quellen:

- Die Wasserstoffspeicherproduktion soll in Q1/25 hochgefahren werden. Damit halten wir an unserer Annahme fest, dass H2APEX nächstes Jahr im Segment Speicher signifikante Umsätze durch den Verkauf von Wasserstofftanks generieren wird (FBe: €17 Mio.).



- Der von H2APEX erwartete Auftragseingang für Elektrolyseprojekte mit einer Gesamtkapazität von 100 MW sollte bereits in H2/25 zu ersten Umsätzen führen.
- Durch den 2023 geschlossenen Vertrag mit rebus erwarten wir für 2025 erste signifikante Umsätze aus dem Verkauf von grünem Wasserstoff (FBe: €2 Mio.).
- H2APEX plant, die finale Investitionsentscheidung für die erste Ausbaustufe (jeweils 100 MW) der beiden großen Elektrolyseprojekte in Rostock-Laage und Lubmin in Q1/25 zu treffen. Die Projekte sollen nach Fertigstellung in den Eigenbestand übergehen, und H2APEX wird sich damit zum Großproduzenten von grünem Wasserstoff weiterentwickeln. Damit wird das Unternehmen aus dem Bau keine Umsätze generieren, aber anschließend aus dem Verkauf von grünem Wasserstoff. Die finale Investitionsentscheidung setzt voraus, dass H2APEX für beide Projekte strategische Partner findet, die die Finanzierung stemmen können. Beim 100 MW Elektrolyseur in Rostock-Laage geht es um ca. €213 Mio., davon tragen Bund und Land €167 Mio. über die IPCEI-Förderung. Bis zum Erhalt der Förderung ist somit für die Fördersumme nur eine Zwischenfinanzierung nötig. Wir gehen davon aus, dass H2APEX die Verhandlungen mit strategischen Partnern noch in diesem Jahr abschließen wird und danach so solide aufgestellt ist, dass weitere Mittel zur Finanzierung des Wachstums akquiriert werden können.

**Abbildung 4: Anpassung der Schätzungen**

Alle Zahlen in € Mio.	2024E			2025E			2026E		
	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta
Umsatz	39,8	35,5	-11%	60,4	60,4	0%	91,4	91,4	0%
EBIT	-14,0	-22,8	-	-11,1	-10,8	-	-8,4	-8,2	-
Marge	-35,2%	-64,2%	-	-18,4%	-17,9%	-	-9,2%	-9,0%	-
Nettoergebnis	-16,6	-25,6	-	-13,7	-13,4	-	-10,7	-10,6	-
Marge	-41,7%	-72,1%	-	-22,7%	-22,1%	-	-11,7%	-11,5%	-
GpA (verw äSSERT)	0,46	-0,70	-	-0,38	-0,33	-	-0,29	-0,26	-

Quelle: First Berlin Equity Research

**Weiterhin Kaufen bei unverändertem Kursziel** Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt weiterhin ein Kursziel von €9. Wir gehen davon aus, dass H2APEX im zweiten Halbjahr wichtige strategische Weichenstellungen vornehmen wird (Wahl von strategischen Partnern zur Produktion von grünem Wasserstoff, Wachstumsfinanzierung, Wasserstoffspeicherproduktion, große Auftragseingänge), die die Grundlage für das kräftige Wachstum der nächsten Jahre bilden. 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>35.500</b>	<b>60.400</b>	<b>91.400</b>	<b>127.500</b>	<b>171.900</b>	<b>204.092</b>	<b>238.973</b>	<b>275.906</b>
<b>NOPLAT</b>	<b>-23.285</b>	<b>-11.067</b>	<b>-8.424</b>	<b>-3.492</b>	<b>2.255</b>	<b>6.366</b>	<b>9.893</b>	<b>13.357</b>
+ Abschreibungen	6.562	3.143	5.765	9.789	12.224	12.356	12.518	12.739
= Operativer Cashflow (netto)	-16.723	-7.924	-2.659	6.297	14.479	18.723	22.411	26.096
- Gesamte Investitionen (Capex und WC)	-16.088	-62.693	-9.760	13.460	-27.413	-26.393	-28.698	-30.543
Capex	-11.005	-61.004	-85.916	-62.475	-18.909	-19.760	-21.290	-22.449
Working Capital	-5.083	-1.689	-6.844	-8.065	-8.504	-6.633	-7.408	-8.094
Other	0	0	83.000	84.000	0	0	0	0
= Freier Cashflow (FCF)	-32.811	-70.617	-12.419	19.757	-12.935	-7.670	-6.287	-4.447
<b>GW der FCFs</b>	<b>-32.112</b>	<b>-64.412</b>	<b>-10.557</b>	<b>15.652</b>	<b>-9.549</b>	<b>-5.277</b>	<b>-4.031</b>	<b>-2.657</b>

in Tsd EUR	
GWs der FCFs explizite Periode (2024E-2038E)	-74.671
GWs der FCFs in der Terminalperiode	396.679
Unternehmenswert (EV)	322.007
+ Nettokasse / - Nettoverbindlichkeiten (p.f.)	33.227
+ Investitionen / Anteile Dritter	11
Shareholder Value	355.246
Verw ässerte Aktienzahl	39.643
<b>Fairer Wert je Aktie (€)</b>	<b>8,96</b>

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

WACC	7,3%
Eigenkapitalkosten	13,7%
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	5,8%	13,98	15,80	18,17	21,42	26,11	33,49	46,84
	6,3%	10,85	12,03	13,50	15,39	17,91	21,45	26,75
	6,8%	8,59	9,39	10,36	11,56	13,08	15,07	17,78
	7,3%	6,88	7,45	8,13	8,96	9,92	11,15	12,74
	7,8%	5,56	5,98	6,46	7,03	7,70	8,52	9,53
	8,3%	4,52	4,83	5,19	5,60	6,08	6,64	7,32
	8,8%	3,68	3,91	4,18	4,49	4,84	5,24	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>35.500</b>	<b>60.400</b>	<b>91.400</b>
Eigenleistungen	233	0	50	500	1.500	1.500
Herstellungskosten	39	3.118	13.684	32.660	42.884	64.620
Forschung & Entwicklung	0	0	0	0	0	0
Personalkosten	2.678	3.746	6.889	10.148	14.710	16.452
Sonstige betriebliche Erträge	874	532	1.041	1.065	1.208	1.828
Sonstige betriebliche Aufwendungen	4.794	5.960	12.732	10.301	13.035	15.995
<b>EBITDA</b>	<b>-6.230</b>	<b>-8.444</b>	<b>-16.917</b>	<b>-16.044</b>	<b>-7.521</b>	<b>-2.339</b>
Abschreibungen & Amortisation	583	2.080	5.237	6.739	3.284	5.878
<b>EBIT</b>	<b>-6.814</b>	<b>-10.524</b>	<b>-22.154</b>	<b>-22.783</b>	<b>-10.805</b>	<b>-8.217</b>
Nettofinanzergebnis	-1.582	-3.364	-2.052	-2.316	-2.286	-2.129
<b>EBT</b>	<b>-8.396</b>	<b>-13.888</b>	<b>-24.206</b>	<b>-25.099</b>	<b>-13.092</b>	<b>-10.345</b>
Steuern	689	-935	429	502	262	207
Minderheitsbeteiligungen	1	9	-54	0	0	0
<b>Nettogewinn/ -verlust</b>	<b>-9.084</b>	<b>-12.944</b>	<b>-24.689</b>	<b>-25.601</b>	<b>-13.354</b>	<b>-10.552</b>
<b>EPS (verwässert)</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>-0,68</b>	<b>-0,70</b>	<b>-0,33</b>	<b>-0,26</b>
<b>Kennzahlen</b>						
Bruttomarge	77,5%	19,0%	10,5%	8,0%	29,0%	29,3%
EBITDA-Marge	-3584,8%	-219,4%	-110,6%	-45,2%	-12,5%	-2,6%
EBIT-Marge	-3920,3%	-273,5%	-144,8%	-64,2%	-17,9%	-9,0%
Nettomarge	-5226,4%	-336,4%	-161,4%	-72,1%	-22,1%	-11,5%
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%	28,6%	24,4%	18,0%
Abschreibung & Amortisation	335,5%	54,1%	34,2%	19,0%	5,4%	6,4%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	2758,1%	154,9%	83,2%	29,0%	21,6%	17,5%
<b>Jährliches Wachstum</b>						
Gesamtumsatz	n.m.	2114,0%	297,5%	132,1%	70,1%	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>50.296</b>	<b>76.277</b>	<b>89.246</b>
Liquide Mittel	579	149	44.466	28.728	51.620	54.767
Kurzfristige Investitionen	0	0	0	0	0	0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	445	724	5.641	4.863	7.447	12.521
Vorräte	2.630	6.498	210	5.369	5.875	10.622
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>65.244</b>	<b>123.105</b>	<b>203.256</b>
Sachanlagen	35.432	33.530	52.414	56.512	113.804	193.116
Nutzungsrechte	0	0	885	885	885	885
Goodwill & Immaterielle Vermögenswerte	2.013	2.521	3.922	4.266	4.836	5.675
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>115.540</b>	<b>199.382</b>	<b>292.502</b>
<b>Eigenkapital und Verbindlichkeiten</b>						
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt</b>	<b>54.960</b>	<b>18.191</b>	<b>30.030</b>	<b>39.322</b>	<b>43.422</b>	<b>43.095</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	4.474	5.875	8.852
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>32.141</b>	<b>42.187</b>	<b>31.635</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	-79.626	-92.980	-103.532
<b>Passiva</b>	<b>55.282</b>	<b>61.734</b>	<b>122.454</b>	<b>115.540</b>	<b>199.382</b>	<b>292.502</b>
<b>Kennzahlen</b>						
Current ratio (x)	0,30	1,29	2,05	1,28	1,76	2,07
Quick ratio (x)	0,26	0,93	2,05	1,14	1,62	1,82
Nettoverbindlichkeiten	45.978	60.997	-746	34.381	884	14.432
Net Gearing	-2375,2%	-760,7%	-1,3%	107,0%	2,1%	45,6%
Eigenkapitalquote	-3,5%	-13,0%	47,3%	27,9%	21,2%	10,9%
Buchwert je Aktie (in €)	n.m.	n.m.	1,59	0,88	1,06	0,79
Return on Equity (ROE)	n.m.	n.m.	-42,8%	-79,7%	-31,7%	-33,4%
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>-22.783</b>	<b>-10.805</b>	<b>-8.217</b>
Abschreibungen	583	2.002	3.395	6.562	3.143	5.765
<b>EBITDA</b>	<b>-6.230</b>	<b>-4.572</b>	<b>-18.759</b>	<b>-16.221</b>	<b>-7.663</b>	<b>-2.452</b>
Veränderungen Working Capital	-210	-7.210	-4.480	-5.083	-1.689	-6.844
Sonstiges (Rückstellungen, Zinsen, etc.)	-318	-3.577	6.587	-502	-262	-207
<b>Operativer Cashflow</b>	<b>-6.758</b>	<b>-15.359</b>	<b>-16.652</b>	<b>-21.806</b>	<b>-9.613</b>	<b>-9.503</b>
Investitionen in Sachanlagen	-10.606	-1.592	-11.677	-10.650	-60.400	-85.002
Investitionen in immaterielle Vermögenswerte	0	0	0	-355	-604	-914
<b>Freier Cashflow</b>	<b>-17.364</b>	<b>-16.951</b>	<b>-28.329</b>	<b>-32.811</b>	<b>-70.617</b>	<b>-95.419</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>-11.005</b>	<b>-61.004</b>	<b>-85.916</b>
Cashflow aus FK-Finanzierung, netto	13.305	18.511	-17.426	19.389	-10.605	16.695
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	-2.316	80.714	81.871
<b>Cashflow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>25.651</b>	<b>18.513</b>	<b>-17.426</b>	<b>17.073</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>-15.738</b>	<b>22.891</b>	<b>3.147</b>
Cash am Anfang der Periode	672	579	149	44.466	28.728	51.620
<b>Cash zum Ende der Periode</b>	<b>579</b>	<b>71</b>	<b>42.624</b>	<b>28.728</b>	<b>51.620</b>	<b>54.767</b>
<b>EBITDA je Aktie</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>-0,47</b>	<b>-0,44</b>	<b>-0,19</b>	<b>-0,06</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.	448%	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 10. September 2024 um 09:59 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...2	↓	↓	↓	↓
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	22. Mai 2024	€ 5,95	Buy	€ 9,00
9	3. Juni 2024	€ 5,45	Buy	€ 9,00
10	18. Juli 2024	€ 5,70	Buy	€ 9,00
11	Heute	€ 5,05	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.**