



H2APEX Group SCA

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

GB 2024, Q1/25
& KE

BEWERTUNG

KURSZIEL

Aufwärtspotenzial
Risikobewertung

BUY

€ 3,70

94,7%

High

DIE H2APEX-OPPORTUNITÄT: GROßPRODUZENT VON WASSERSTOFF

H2APEX hat ihren Jahresbericht und die Q1-Zahlen veröffentlicht. Im Jahr 2024 gelang dem Unternehmen fast eine Verdoppelung des Umsatzes auf knapp €30 Mio., allerdings erhöhte sich der operative Verlust auf €-25,6 Mio. nach €-22,2 Mio. im Vorjahr. Die Umsätze wurden im Wesentlichen im Projektgeschäft generiert. Aufgrund fehlender neuer Aufträge zum Bau von Wasserstoffinfrastrukturen geht H2APEX für 2025 nur von einem Umsatzvolumen von €6 Mio. bis €8 Mio. aus. Verzögerungen bei den finalen Investitionsentscheidungen für viele Wasserstoffinfrastrukturprojekte sind der wesentliche Grund dafür. Die geringere Umsatzguidance spiegelte sich bereits in dem um 80% J/J zurückgegangenen Q1-Umsatz von €2,1 Mio. wider. Nach dem Erwerb des Wasserstoffprojekts von HH2E in Lubmin in Q1 verfügt H2APEX nunmehr über zwei Projekte an diesem für die Produktion von grünem Wasserstoff ideal geeigneten Standort an der Ostsee. Die Entwicklung, Finanzierung und der Bau dieser beiden Projekte ist der Kern der Unternehmensstrategie in den nächsten Jahren. Mittel- und langfristig plant H2APEX, sich als Produzent von grünem Wasserstoff zu positionieren und in diesem Bereich den wesentlichen Teil ihrer Umsätze und Erträge zu generieren. Um trotz der zu erwartenden Mittelabflüsse im laufenden Jahr und darüber hinaus solvent zu bleiben, hat H2APEX mit ihrem Aktionär Active Ownership einen Darlehensvertrag über €20 Mio. abgeschlossen und zusätzlich eine Patronatserklärung eines Investors der Atlan Gruppe über weitere €15 Mio. erhalten. Darüber hinaus plant H2APEX im Sommer 2025 eine Kapitalerhöhung mit einem angestrebten Bruttoemissionserlös von €30 Mio. Die KE wird voraussichtlich auch die Wandlung des o. g. Darlehens umfassen. Wir haben unsere Schätzungen für 2025E und die Folgejahre deutlich gesenkt, um das schwächere Projektgeschäft und die Verzögerungen in der Speicherproduktion abzubilden. Ab 2029E rechnen wir mit Erträgen aus den großen neuen Wasserstoffproduktionsstätten. Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt ein neues Kursziel von €3,70 (bisher: €8,00). Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung. Kurspotenzial: >90%.

FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Umsatz (€ Mio.)	3,8	15,3	29,6	6,2	20,8	39,4
Jährliches Wachstum	2114,0%	297,5%	93,3%	-79,0%	234,9%	89,4%
EBIT (€ Mio.)	-10,5	-22,2	-25,6	-22,8	-19,9	-14,7
EBIT-Marge	na	-144,8%	-86,5%	-367,2%	-95,6%	-37,4%
Jahresübers. (€ Mio.)	-12,9	-24,7	-27,9	-25,8	-25,0	-19,3
EPS (verwässert) (€)	0,00	-0,68	-0,77	-0,60	-0,50	-0,32
DPS (€)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF (€ Mio.)	-17,0	-26,5	-21,6	-33,1	-30,0	-50,4
Nettoverschuldungsgrad	na	-0,1%	70,7%	49,6%	550,8%	211,8%
Liquide Mittel (€ Mio.)	0,1	44,5	16,1	46,0	32,8	6,8

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: 17. Jun 2025

Schlusskurs	€ 1,90
Aktien im Umlauf	36,36 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 69,08 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 1,81 / 6,50
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	3.942

Multiples	2024	2025E	2026E
KGV	n.a.	n.a.	n.a.
EV/Sales	2,4	11,2	3,3
EV/EBIT	n.a.	n.a.	n.a.
Div.-Rendite	0,0%	0,0%	0,0%

KURSÜBERSICHT



UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 31. Mrz 2025

Liquide Mittel	€ 9,90 Mio.
Kurzfristige Vermögenswerte	€ 28,20 Mio.
Immaterielle Vermögenswerte	€ 0,60 Mio.
Bilanzsumme	€ 84,40 Mio.
Kurzfristige Verbindlichkeiten	€ 24,50 Mio.
Eigenkapital	€ 22,60 Mio.

AKTIONÄRSSTRUKTUR

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

2024 WAR EIN JAHR DER ERFOLGE UND HERAUSFORDERUNGEN

GuV: Umsatzverdoppelung und Verlustausweitung

H2APEX verdoppelte den Umsatz fast auf €29,6 Mio. nach €15,3 Mio. im Vorjahr und lag damit gut €1 Mio. über unserer Schätzung (vgl. Abbildung 1). Wir werten die 93%ige Steigerung des Umsatzes als großen Erfolg, da sie die Fortschritte im Projektgeschäft abbildet, das den allergrößten Teil zum Umsatz beigesteuert hat. Wesentliche Umsatztreiber waren die Wasserstoffinfrastrukturprojekte in Bremen („HyBit“, 10 MW Elektrolyseur für das Stahlwerk von ArcelorMittal), in Whylen (5 MW Elektrolyseur inklusive Wasserstoffspeicher für EnBW) und das Wasserstofftankstellenprojekt für das kommunale Verkehrsunternehmen rebus im Landkreis Rostock. Beim Hybit-Projekt wurde mit der Anlieferung der Elektrolyseure im Oktober 2024 ein wichtiger Meilenstein erreicht. Die beiden Wasserstofftankstellen für rebus wurden im März (Güstrow) und im April 2025 (Bad Doberan) in Betrieb genommen. Der Spatenstich für das Whylen-Projekt erfolgte im Juni 2024. Im Bereich Eigenproduktion stieg der Umsatz um 39% von €478 tsd. auf €663 tsd. (vgl. Abbildung 2).

Abbildung 1: Berichtete Zahlen versus Schätzungen

Alle Zahlen in € Mio.	2024A	2024E	Delta	2023A	Delta
Umsatz	29,6	28,5	4%	15,3	93%
Rohertrag	0,9	1,1	-17%	1,7	-46%
Marge	3,0%	3,8%		10,9%	
EBITDA	-16,4	-18,5	-	-16,9	-
Marge	-	-		-	
EBIT	-25,6	-25,3	-	-22,2	-
Marge	-	-		-	
Nettoergebnis	-27,9	-26,9	-	-24,7	-
Marge	-	-		-	
GpA (verwässert)	-0,71	-0,74	-	-0,69	-

Quelle: First Berlin Equity Research, H2APEX Group SCA

Abbildung 2: Umsatz nach Aktivitätskategorie

Umsatz in € Mio.	2024A	2023A	Delta
Projektentwicklung	28,9	14,8	95%
Eigenbetrieb	0,7	0,5	39%
Speicher	0,0	0,0	n.a.
Insgesamt	29,6	15,3	93%

Quelle: First Berlin Equity Research, H2APEX Group SCA

Trotz des kräftigen Umsatzanstiegs ging der Rohertrag von €1,7 Mio. auf €0,9 Mio. zurück. Die Bruttomarge, die bereits im Vorjahr mit 11% niedrig war, fiel auf 3%. Neben Projektverschiebungen, die dazu führten, dass Umsatz und insbesondere Erträge nicht 2024 verbucht werden konnten, dürften höhere Projektkosten der wesentliche Grund für die geringe Bruttomarge sein. Bei den Projekten handelt es sich um Pionierprojekte. Fehlende Standardisierung und unerwartete Kosten belasten die Bruttomarge.

Die durchschnittliche Mitarbeiterzahl stieg gegenüber dem Vorjahr von 81 auf 113. Entsprechend erhöhten sich die Personalaufwendungen von €6,9 Mio. auf €8,9 Mio. (+29% J/J). Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen fielen von €12,7 Mio. auf €9,2 Mio. (-28% J/J), hauptsächlich aufgrund geringerer Rechts-, Beratungs- und F&E-Kosten. Damit ergab sich ein EBITDA von €-16,4 Mio. nach €-16,9 Mio. im Vorjahr.

Die Abschreibungen lagen mit €9,2 Mio. deutlich über unserer Schätzung von €6,7 Mio. und dem Vorjahreswert von €5,2 Mio., da H2APEX eine Wertberichtigung von €3,2 Mio. auf den Goodwill der Tochter Plant Engineering vorgenommen hat. Dies führte zu einem EBIT von €-25,6 Mio. nach €-22,2 Mio. im Vorjahr.

Ein Finanzergebnis von €-1,6 Mio. und Steueraufwendungen von €-0,7 Mio. ergaben ein Nettoergebnis von €-27,9 Mio. versus €-24,7 Mio. im Vorjahr. Die nicht verwässerte Aktienzahl lag Ende 2024 bei 36.359.163, und H2APEX hatte 2.694.375 ausstehende Aktienoptionen aus dem Stock Option-Programm (SOP). Sollten die Aktienoptionen des SOP ausgeübt werden, würde sich die Gesamtzahl der Stammaktien um 2.694.375 auf 39.053.537 Stammaktien erhöhen. Da der Ausübungspreis bei €5,50 pro Aktie liegt und damit weit über dem gegenwärtigen Marktpreis der Aktie, ist eine Ausübung in nächster Zeit unwahrscheinlich. Die verwässerten EPS betrug €-0,71 pro Aktie nach €-0,69 im Vorjahr.

Bilanz deutlich schwächer

Die Bilanzsumme schrumpfte 2024 um 25% auf €91 Mio. Wesentlicher Grund dafür war der Rückgang der Cashposition von €44,5 Mio. auf €16,1 Mio. Die immateriellen Vermögensgegenstände & Goodwill sanken von €3,9 Mio. auf €0,6 Mio. aufgrund der bereits erwähnten Goodwill-Abschreibung (vgl. Abbildung 3).

Das Eigenkapital fiel aufgrund des Jahresverlustes um 48% J/J auf €30,1 Mio., und die Eigenkapitalquote sank um 14 PP auf 33%. Die Nettoverschuldung (inklusive Leasingverbindlichkeiten) ist von €0,5 Mio. auf €21,7 Mio. angestiegen, und das Net Gearing erhöhte sich von 1% auf 72%.

Abbildung 3: Bilanzentwicklung 2024, ausgewählte Positionen

in € Mio.	2024A	2023A	Delta
Immaterielle Vw. & Goodwill	0,6	3,9	-85%
Sachanlagen	50,0	52,4	-5%
Finanzanlagen	2,4	2,5	-1%
Anlagevermögen insgesamt	53,7	60,8	-12%
Vorräte	0,2	0,2	-9%
Forderungen aus Lieferungen & Leistungen	2,2	5,6	-61%
Liquide Mittel	16,1	44,5	-64%
Umlaufvermögen insgesamt	37,5	61,7	-39%
Eigenkapital	30,1	57,7	-48%
<i>Eigenkapitalquote</i>	<i>33,0%</i>	<i>47,2%</i>	<i>-14,2 PP</i>
Finanzverbindlichkeiten, langfristig	34,0	33,4	2%
Finanzverbindlichkeiten, kurzfristig	3,1	10,6	-71%
Leasingverbindlichkeiten	0,6	0,9	-33%
Nettoverschuldung	21,7	0,5	<i>n.m.</i>
<i>Net Gearing (Nettoverschuldung/EK in %)</i>	<i>72%</i>	<i>1%</i>	<i>+71 PP</i>
Verbindlichkeiten aus Lieferungen & Leistungen	12,9	5,2	149%
Bilanzsumme	91,2	122,5	-25%

Quelle: First Berlin Equity Research, H2APEX Group SCA

Mittelabflüsse reduzieren Cashposition

Der operative Cashflow betrug €-18,4 Mio., und der investive Mittelabfluss lag bei €-3,1 Mio. Zusammen genommen ergab sich daraus ein freier Cashflow von €-21,6 Mio. Da auch der Cashflow aus Finanzierungstätigkeit einen Mittelabfluss von €-6,9 Mio. verzeichnete, belief sich der Nettomittelabfluss auf €-28,4 Mio. (vgl. Abbildung 4 auf der nächsten Seite). Entsprechend sanken die Barmittel von €44,5 Mio. auf €16,1 Mio.

Abbildung 4: Kapitalflussrechnung, ausgewählte Positionen

in € Mio.	2024A	2023A
Operativer Cashflow	-18,4	-14,8
CAPEX	-3,1	-11,7
Freier Cashflow	-21,6	-26,5
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-3,1	76,4
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-6,9	-17,4
Nettocashflow	-28,4	44,3

Quelle: First Berlin Equity Research, H2APEX Group SCA

Q1: STÄRKUNG DES SEGMENTS WASSERSTOFFPRODUKTION

Im ersten Quartal 2025 erzielte H2APEX einen Umsatz von €2,1 Mio. Wie erwartet ging der Umsatz damit im Vergleich zum Vorjahresquartal um 80% zurück. Die Materialkosten betrugen €-3,9 Mio. und lagen damit deutlich über unserer Schätzung von €-1,7 Mio.

Abbildung 5: Berichtete Q1-Zahlen versus Schätzungen

Alle Zahlen in € Mio.	Q1-25A	Q1-25E	Delta	Q1-24A	Delta
Umsatz	2,1	2,0	3%	10,1	-80%
EBITDA	-7,1	-4,3	-	-3,9	-
Marge	-	-	-	-	-
EBIT	-7,8	-5,0	-	-4,6	-
Marge	-	-	-	-	-
Nettoergebnis	-8,1	-5,3	-	-5,0	-

Quelle: First Berlin Equity Research, H2APEX Group SCA

Das EBITDA belief sich auf €-7,1 Mio. nach €-3,9 Mio. in Q1/24. Neben den hohen Materialkosten trugen die von €2,0 Mio. auf €3,1 Mio. gestiegenen sonstigen betrieblichen Ausgaben zum höheren operativen Verlust bei. Der Grund dafür waren höhere Beratungskosten im Zusammenhang mit dem Kauf des Lubmin-Projekts von HH2E. Auch die Personalkosten stiegen um €0,4 Mio. auf €2,7 Mio., da sich die Mitarbeiterzahl im ersten Quartal auf durchschnittlich 150 erhöhte (Q1/24: 137). Das Nettoergebnis lag bei €-8,1 Mio. nach €-5,0 Mio. im Vorjahr.

Der Auftragsbestand belief sich Ende Q1 auf €8,6 Mio. nach €9,5 Mio. Ende Dezember 2024 und €27,4 Mio. Ende Q1/24. Bisher ist es H2APEX nicht gelungen, nach den großen Aufträgen für den Aufbau von Wasserstoffinfrastrukturen in Bremen (ArcelorMittal) und Whylen (EnBW) weitere große Aufträge zu gewinnen.

Dafür hat H2APEX im März 2025 das Wasserstoffprojekt des insolventen Hamburger Unternehmens HH2E am Standort Lubmin übernommen und beabsichtigt, die seitens HH2E geplante Anlage zur Erzeugung von grünem Wasserstoff fertigzustellen. Damit verfügt H2APEX nun über zwei Projekte zur Erzeugung von grünem Wasserstoff auf dem Gelände des ehemaligen Kernkraftwerks am Greifswalder Bodden. Mit dem neuen Projekt übernimmt H2APEX auch das Grundstück und die bereits vorhandenen Anschlüsse an die Strom- und Wasserversorgung. Hinzu kommt der direkte Zugang zu mehreren Pipelines, die bis 2027 auf den Wasserstoffbetrieb umgestellt werden sollen, und damit die Anbindung an das deutsche Wasserstoffkernnetz.

H2APEX entwickelt bereits seit 2023 auf eigenen Flächen in Lubmin eine Elektrolyseanlage mit geplanter Fertigstellung der ersten Ausbaustufe von 100 MW im Jahr 2028. Anfang 2025 gelang es H2APEX, die IPCEI-Förderung für das 100 MW Elektrolyseprojekt in Rostock-Laage (Höhe: €166 Mio.) auf dieses Projekt zu übertragen, das dank der Nähe zum Wasserstoffkernnetz, den Offshore-Windparks und dem vorhandenen Umspannwerk einfacher umzusetzen ist als das Projekt in Rostock-Laage. Perspektivisch soll in Lubmin grüner Wasserstoff mit bis zu 600 MW installierter Elektrolyseleistung produziert werden. Mit der Übernahme des Projekts von HH2E ist der Bau einer weiteren Anlage von 100 MW in der ersten Ausbaustufe bis 2028 geplant, die mittelfristig auf 1.000 MW erweitert werden soll. Mit dem Erwerb des zweiten Lubmin-Projekts setzt H2APEX verstärkt auf den Ausbau der eigenen Produktionskapazitäten und damit auf die Eigenproduktion von grünem Wasserstoff.

Für die Versorgung der rebus-Tankstellen hat H2APEX im ersten Quartal 21 t grünen Wasserstoff produziert und ausgeliefert. Die Tankstellen versorgen die Wasserstoffbusflotte von rebus, die aus 52 Fahrzeugen besteht.

SEGMENT WASSERSTOFFSPEICHER BLEIBT STANDBEIN

Das Segment Wasserstoffspeicher besteht aus einer Sparte für Druckspeicher und einer für chemische Speicher. Während H2APEX im Druckspeicherbereich bereits über ein marktfähiges Produkt verfügt, befindet sich der chemische Speicher noch in der Entwicklung. Das Bundesministerium für Wirtschaft und Klimaschutz (BMWK) hat in seinem Weißbuch vom April 2025 die Bedeutung von Wasserstoffspeichern für die Energiewende betont und diese als „essenzielle Flexibilitätsoption“ bezeichnet.

Aufbau der Wasserstoffspeicherproduktion dauert länger

Hatte H2APEX im Jahresbericht 2023 noch die Absicht geäußert, die Kleinserienproduktion für H2-Druckspeicher im Jahr 2024 hochzufahren und Ende 2024 die volle Kapazität zu erreichen, so rechnet das Unternehmen nunmehr mit der Einrichtung einer Einschicht-Produktionslinie bis Ende 2025. Im Dreischichtbetrieb reicht die Kapazität für eine jährliche Produktion von 3.500 - 4.000 Speichern. Der vorhandene Standort in Rostock-Laage kann auf eine Produktionskapazität von bis zu 10.000 - 12.000 Einheiten ausgebaut werden. H2APEX ist weiterhin auf der Suche nach einem strategischen Partner für den Einstieg in eine große Serienproduktion (bis zu 55.000 Tanks pro Jahr).

Fortschritte bei Forschung an und Entwicklung von chemischen Wasserstoffspeichern

Wie bereits oben erwähnt setzt H2APEX neben der Produktion klassischer Druckspeicher auf die Entwicklung chemischer Wasserstoffspeicher. Hier hat das Unternehmen in der jüngsten Vergangenheit erhebliche Fortschritte erzielt und insgesamt sechs internationale Patentanmeldungen eingereicht. Der in Zusammenarbeit mit dem Leibniz-Institut für Katalyse e.V. (LIKAT) entwickelte chemische Speicher ist im Gegensatz zu vielen anderen Trägern ungiftig, hat einen geringen Energiebedarf und ist unproblematisch zu lagern. Der Prototyp soll nun skaliert werden.

Hilfreich war dabei die Teilnahme an den Forschungsprojekten *H2Cycle* und *H2Transformate*. Im Projekt *H2Cycle* wurde ein Prototyp für die chemische Speicherung von Wasserstoff erfolgreich gebaut und in Betrieb genommen, der auf der Basis von Formiaten und Bikarbonaten arbeitet.

Im Forschungsprojekt *H2Transformate* wurde im Rahmen der Entwicklung der CO₂-freien Wasserstoffspeicherung auf der Basis von Formiaten und Bikarbonaten eine inzwischen abgeschlossene Machbarkeitsstudie finanziert, um die technischen und wirtschaftlichen Aspekte des Einsatzes dieser Technologie für den weltweiten Transport von Wasserstoff

unter Verwendung dieser Salze genau zu untersuchen. Im Folgeprojekt „FormaPort“ wird eine Anlage entwickelt, mit der die Praxistauglichkeit dieser Technologie für den großtechnischen Energietransport demonstriert werden soll. Dieses Projekt wird derzeit mit drei lokalen Partnern (LIKAT, Hochschule Wismar und einem lokalen Industrieanlagenbauer) bearbeitet.

2024 hat H2APEX den F&E-Bereich für chemische Speicher in eine eigene Tochtergesellschaft, die AKROS GmbH, umgewandelt. Mit Wirkung zum 1. Mai 2025 ist Johannes Emigholz zum CEO der Gesellschaft berufen worden und wird damit gemeinsam mit dem CTO Jonas Massa die Geschäftsführung der AKROS Energy verantworten. Herr Emigholz bringt mehr als 10 Jahre Erfahrung als Unternehmer und Führungskraft in der Softwarebranche mit, sowie die Fähigkeit, innovative Technologien in nachhaltige Produktstrategien zu überführen.

BMWK: Wasserstoffspeicher spielen eine zentrale Rolle in der Energiewende

Im Weißbuch Wasserstoffspeicher weist das Bundesministerium für Wirtschaft und Klimaschutz (BMWK) Wasserstoffspeichern eine zentrale Rolle in der Energiewende und der Transformation des deutschen Energiesystems zu, da sie die Integration erneuerbarer Energien ermöglichen, die Versorgungssicherheit erhöhen und zur Dekarbonisierung verschiedener Sektoren beitragen. Mit Blick auf die volatile Energieerzeugung aus Wind- und Solarkraft sieht das BMWK sie als eine essenzielle Flexibilitätsoption an.

Bis 2030 erwartet das Ministerium einen Wasserstoffspeicherbedarf von 2 bis zu 7 TWh, der bis 2045 auf 76 bis 80 TWh ansteigen könnte. Der Haupttreiber für diesen Anstieg ist der Einsatz von Wasserstoff in der Industrie sowie in Kraftwerken zur Rückverstromung. Europaweit ergeben die Szenarien bis 2050 einen Speicherbedarf von bis zu 161 TWh. Deutschland hat beste geologische Voraussetzungen, um den eigenen Wasserstoffspeicherbedarf und den seiner europäischen Nachbarn zu decken. Salzkavernen bieten dabei das größte Potenzial. Sie werden durch obertägige Speicher wie Druck- und Flüssigwasserstoffspeicher für kurzzeitige Speicherung und dezentrale Anwendungen ergänzt.

H2APEX BESCHAFFT SICH FK UND EK ZUR FINANZIERUNG DER ERWARTETEN MITTELABFLÜSSE

Im Jahr 2024 betrug der Mittelabfluss aus operativen und investiven Aktivitäten über €21 Mio. Wir rechnen für dieses Jahr mit einem Mittelabfluss (freier Cashflow) in Höhe von €-33,1 Mio. Laut dem Geschäftsbericht 2024 könnte H2APEXs künftige freie Liquidität in der zweiten Hälfte des laufenden Jahres negativ werden und im April 2026 ihren Tiefpunkt von etwa €-19,7 Mio. erreichen.

Im April hat H2APEX daher mit ihrem Aktionär Active Ownership einen Darlehensvertrag über €20 Mio. abgeschlossen (Verzinsung: 7% p.a.; Laufzeit bis 15. Mai 2026). Der Darlehensvertrag beinhaltet das Recht des Darlehensgebers, den Darlehensbetrag (zuzüglich aufgelaufener Zinsen) in Aktien der H2APEX zu einem Wandlungspreis von €2,20 pro Aktie zu wandeln. Zusätzlich zum Darlehen hat H2APEX eine Patronatserklärung eines Investors der Atlan Gruppe über weitere €15 Mio. erhalten.

Darüber hinaus plant das Unternehmen im Sommer 2025 eine Kapitalerhöhung mit einem angestrebten Bruttoemissionserlös von €30 Mio. Die Wandlung des o. g. Darlehens wird voraussichtlich Bestandteil der KE sein. Soweit sich der Investor der Atlan Gruppe an der Kapitalerhöhung beteiligt, reduzieren die Zeichnungsbeträge die Verpflichtungen unter der Patronatserklärung. In unserem Modell haben wir für 2027E eine weitere Kapitalerhöhung eingeplant, die ebenfalls einen Bruttoerlös von €30 Mio. einbringen soll.

ES TUT SICH ETWAS IM WASSERSTOFFSEKTOR

Zwar entwickelt sich der Hochlauf der Wasserstoffindustrie langsamer als ursprünglich erhofft, aber in den letzten Monaten gab es viele erfreuliche Entwicklungen. Hier ein paar Beispiele:

- EnBW schließt wasserstofffähiges Gasturbinen-Kraftwerk ans Netz an: Die EnBW hat im April 2025 in Stuttgart-Münster eines der ersten wasserstofffähigen Gasturbinen-Kraftwerke Deutschlands in Betrieb genommen. Die „H2-ready“-Anlage verfügt über eine elektrische Leistung von 124 MW und eine thermische Leistung von 370 MW und soll künftig mit bis zu 100% Wasserstoff betrieben werden können.
- Fernleitungsnetzbetreiber Ontras nimmt Wasserstoffleitung in Betrieb: Der Fernleitungsnetzbetreiber Ontras hat im April 2025 im Energiepark Bad Lauchstädt (Sachsen-Anhalt) eine 25 km lange Transportleitung für Wasserstoff in Betrieb genommen. Sie soll den dort im Bau befindlichen Elektrolyseur mit der TotalEnergies Raffinerie in Leuna verbinden. Der umgerüstete Leitungsabschnitt stellt das erste Teilstück des Wasserstoff-Kernnetzes in Ostdeutschland dar und bildet zugleich den Ausgangspunkt für das geplante Ontras H2-Startnetz.
- TotalEnergies kauft grünen Wasserstoff von RWE: Der im März 2025 abgeschlossene 15-Jahres-Liefervertrag sieht ab 2030 die Lieferung von rund 30.000 Tonnen Wasserstoff aus der geplanten RWE-Elektrolyseanlage in Lingen (300 MW) für die Raffinerie Leuna vor. Dies ist die bisher größte Menge an grünem Wasserstoff, die je von einer Elektrolyse-Anlage in Deutschland bestellt wurde.
- Nowega nimmt ersten Abschnitt des Wasserstoff-Kernnetzes in Deutschland in Betrieb: In Nordhorn, Niedersachsen, wurde im März 2025 die Erstbefüllung der Leitung zwischen Lingen und Bad Bentheim mit Wasserstoff gestartet. Zentraler erster Anschlussnehmer des Wasserstoffnetzes der Nowega ist die 300 MW Elektrolyseanlage der RWE Generation in Lingen.
- BASF nimmt 54 MW Elektrolyseur in Betrieb: Der Chemiekonzern BASF hat im März 2025 am Standort Ludwigshafen einen 54 MW PEM-Elektrolyseur in Betrieb genommen. Die Anlage wird stündlich bis zu einer Tonne des für den Standort bedeutenden chemischen Ausgangstoffes produzieren.
- Stahlproduzent Salzgitter beginnt mit Bau eines 100 MW Elektrolyseurs: Im Februar 2025 gaben Salzgitter und der zuständige Anlagenbauer Andritz den Startschuss für den Bau. Die Druck-Alkali-Anlage soll ab 2026 jährlich 9.000 t grünen Wasserstoff für die Stahlproduktion liefern.

SCHÄTZUNGEN & MODELL GRUNDLEGENDE ÜBERARBEITET

Die Umsatzguidance für 2025 von €6 Mio. bis €8 Mio. spiegelt den Rückgang des Projektgeschäfts im Vergleich zum Vorjahr wider. Der überwiegende Teil des geplanten Umsatzes ist bereits vertraglich abgesichert. Wir haben unsere Umsatzschätzung für 2025E deutlich zurückgenommen, um das signifikant schwächere Projektgeschäft und die Verzögerung bei der Speicherproduktion zu berücksichtigen.

Für die Folgejahre gehen wir zwar von einer Erholung des Projektgeschäfts aus, unterstellen aber, dass H2APEX ihre begrenzten Ressourcen wie vom Unternehmen verkündet hauptsächlich für die Entwicklung und den Bau der beiden 100 MW Elektrolyseure für den Eigenbetrieb in Lubmin nutzt und daher weniger Projektumsätze

generiert als bisher angenommen. Wir weisen darauf hin, dass die Projektumsätze ab 2026E bisher noch nicht durch neue Aufträge unterlegt sind.

Der 2 MW Elektrolyseur am Unternehmenssitz in Rostock-Laage versorgt die Rebus-Tankstellen mit grünem Wasserstoff. Daraus generiert H2APEX in den nächsten Jahren p.a. Umsätze aus dem Verkauf von Wasserstoff im niedrigen einstelligen Millionenbereich. Ein Risiko für die Wasserstoffproduktion in Rostock-Laage könnte die Insolvenz von McPhy im Mai 2025 darstellen. McPhy hatte 2020 den 2 MW Elektrolyseur geliefert und dürfte zukünftig als Partner für Maintenance und Ersatzteile nicht mehr zur Verfügung stehen.

Ab 2029E gehen wir davon aus, dass die beiden 100 MW Elektrolyseure in Lubmin ihre Produktion beginnen. H2APEX prüft derzeit verschiedene Optionen für die Finanzierung des Baus von eigenen Anlagen, einschließlich strategischer Partnerschaften mit Dritten als Joint-Venture (JV)-Partner, wie z.B. Versorgungsunternehmen, Abnehmern oder anderen Finanzinvestoren. Bisher hat H2APEX allerdings noch keinen finanzstarken Partner – den wir für die Realisierung als notwendig ansehen – für die Projekte gefunden und die finale Investitionsentscheidung steht noch aus. Damit ist noch nicht absehbar, wie die Eigentumsverhältnisse dieser beiden Projekte gestaltet sein werden. Wir halten es für denkbar, dass H2APEX in beiden Projekten nur jeweils einen Minderheitsanteil hält. Dann würde das Unternehmen nur ihren Anteil am Gewinn im Finanzergebnis ausweisen.

Wir haben für die Modellierung einen anderen Ansatz gewählt, um das Umsatzpotenzial sichtbar zu machen. Für 2029E haben wir unterstellt, dass H2APEX in Lubmin 8.000 t Wasserstoff produziert zu einem Preis von 8.000 €/t. Dies führt zu einem Umsatzbeitrag von €64 Mio. und inklusive der Produktion in Rostock-Laage zu €66,4 Mio.

Die beiden geplanten Elektrolyseure in Lubmin haben zusammen eine Inputkapazität von 200 MW. Unterstellt man eine Elektrolyseureffizienz von 65% und einen Kapazitätsfaktor von ca. 59% (= ca. 5.100 h Produktion p.a.) ergibt sich beim unteren Heizwert von Wasserstoff (1 Tonne H₂ = 33,33 MWh) eine jährliche Produktion von ca. 20.000 t Wasserstoff. Wir rechnen H2APEX davon 40% zu. Entsprechend haben wir auch bei den Investitionen (200 MW Elektrolysekapazität = ca. €400 Mio. Investitionen) und den Zuschüssen für das IPCEI-Projekt (€166 Mio.) 40% H2APEX zugerechnet.

H2APEX plant über die 200 MW hinaus weitere Ausbaustufen, die wir in unserem Modell erst berücksichtigen, wenn sich die finalen Investitionsentscheidungen dafür abzeichnen.

Nachdem der Start der Produktion von Wasserstoff-Druckspeichern wiederholt verschoben wurde, haben wir unsere Schätzungen für das Speichersegment deutlich zurückgenommen. Für das laufende Jahr gehen wir nur von einem geringen Segmentumsatz von €0,2 Mio. aus und erwarten angesichts des deutlich langsameren Hochlaufs der Wasserstoffwirtschaft ein entsprechend verhalteneres Wachstum dieses Segments.

Abbildung 6: Umsatzschätzungen 2025E – 2029E

in € Mio.	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Umsatz Projekte	14,8	28,9	4,5	10,0	20,0	30,0	30,0
Umsatz Eigenproduktion	0,5	0,7	1,5	2,1	2,1	2,3	66,4
Umsatz Wasserstoffspeicher	0,0	0,0	0,2	8,5	17,0	21,3	25,5
Umsatz Service	0,0	0,0	0,0	0,2	0,3	0,4	0,4
Umsatz insgesamt	15,3	29,6	6,2	20,8	39,4	53,9	122,3
Wachstum J/J	n.a.	93,3%	-79,0%	234,9%	89,4%	36,8%	126,9%

Quelle: First Berlin Equity Research, H2APEX Group SCA

Insgesamt ergibt sich eine deutliche Senkung unserer Umsatz- und Gewinnschätzungen für die Jahre 2025E - 2027E (vgl. Abbildung 7).

Abbildung 7: Anpassung der Schätzungen

Alle Zahlen in € Mio.	2025E			2026E			2027E		
	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta
Umsatz	30,1	6,2	-79%	56,3	20,8	-63%	102,2	39,4	-61%
EBIT	-17,0	-22,8	-	-11,7	-19,9	-	-4,5	-14,7	-
Marge	-56,4%	-367,2%		-20,9%	-95,6%		-4,4%	-37,4%	
Nettoergebnis	-19,9	-25,8	-	-15,4	-25,0	-	-9,4	-19,3	-
Marge	-66,1%	-416,1%		-27,4%	-120,0%		-9,2%	-49,0%	
GpA (verwässert)	-0,50	-0,60	-	-0,39	-0,50	-	-0,19	-0,32	-

Quelle: First Berlin Equity Research

Wir haben unser DCF-Modell grundlegend überarbeitet. Um die mit der Verzögerung des Hochlaufs der Wasserstoffökonomie gestiegenen Geschäftsrisiken sowie die schwächere Bilanz und die gestiegenen Finanzierungsrisiken zu berücksichtigen, haben wir unsere WACC-Schätzung von 7,1% auf 9,2% erhöht. Die neue WACC-Schätzung ergibt sich aus der Annahme höherer Eigenkapitalkosten von 15,0% (vorher: 13,7%), höherer Fremdkapitalkosten von 6,0% (vorher: 5,0%) und einer höheren Eigenkapitalzielquote von 45% (vorher: 35%). Zusammen mit den gesenkten Schätzungen führt dies zu einer kräftigen Senkung unseres Kursziels von €8,00 auf €3,70. Entscheidend für eine positive Entwicklung von H2APEX ist neben einer erfolgreichen Platzierung der Kapitalerhöhung die Gewinnung eines finanzstarken Partners, um die Entwicklung und den Bau der beiden 100 MW Wasserstoffproduktionsanlagen in Lubmin zu finanzieren. Sollte beides gelingen, stehen die Chancen gut, dass H2APEX sich zu einem wichtigen Spieler in der Produktion grünen Wasserstoffs in Deutschland entwickelt. Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung. Das Kurspotenzial beträgt mehr als 90%.



BEWERTUNGSMODELL

Alle Angaben in Tsd EUR	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
Nettoumsatz	6.210	20.800	39.400	53.900	122.300	127.192	132.280	137.571
NOPLAT	-23.554	-20.602	-15.472	-14.657	9.951	11.051	12.182	13.468
+ Abschreibungen	2.811	2.846	2.890	4.543	12.222	12.886	13.335	13.573
= Operativer Cashflow (netto)	-20.743	-17.756	-12.582	-10.114	22.173	23.938	25.517	27.041
- Gesamte Investitionen (Capex und WC)	-12.327	-12.287	-4.626	-3.393	-13.741	-7.300	-7.299	-7.286
Capex	-2.546	-10.608	-35.815	-35.412	-6.693	-6.672	-6.638	-6.591
Working Capital	-9.781	-1.679	-2.011	-1.181	-7.048	-628	-661	-695
Sonstiges (Zuschüsse)	0	0	33.200	33.200	0	0	0	0
= Freier Cashflow (FCF)	-33.070	-30.043	-17.207	-13.507	8.432	16.637	18.218	19.755
GW der FCFs	-31.451	-26.159	-13.717	-9.856	5.633	10.176	10.202	10.126

in Tsd EUR	
GWs der FCFs explizite Periode (2025E-2039E)	15.167
GWs der FCFs in der Terminalperiode	149.792
Unternehmenswert (EV)	164.959
+ Nettokasse / - Nettoverbindlichkeiten (p.f.)	26.175
+ Investitionen / Anteile Dritter	204
Shareholder Value	191.338
Verw ässerte Aktienzahl	52.303
Fairer Wert je Aktie (€)	3,66

Terminales Wachstum:	4,0%
Terminale EBIT-Marge:	16,8%

WACC	9,2%
Eigenkapitalkosten	15,0%
Fremdkapitalkosten (vor Steuern)	6,0%
Normaler Steuersatz	25,0%
Fremdkapitalkosten (nach Steuern)	4,5%
EK-Anteil	45,0%
FK-Anteil	55,0%
Kursziel (€)	3,70

		Umsatzwachstum in der Terminalperiode						
		3,0%	3,3%	3,7%	4,0%	4,3%	4,7%	5,0%
WACC	7,7%	4,71	5,05	5,45	5,92	6,48	7,16	8,00
	8,2%	4,06	4,32	4,63	4,98	5,39	5,88	6,46
	8,7%	3,52	3,73	3,97	4,24	4,55	4,91	5,34
	9,2%	3,08	3,25	3,44	3,66	3,89	4,17	4,49
	9,7%	2,71	2,85	3,00	3,17	3,36	3,57	3,82
	10,2%	2,39	2,50	2,63	2,77	2,92	3,09	3,28
	10,7%	2,12	2,21	2,31	2,43	2,55	2,69	2,84

* aus Layoutgründen werden nur die Jahre bis 2032 gezeigt, das Modell reicht aber bis 2039



GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd EUR	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
Umsatz	3.848	15.297	29.566	6.210	20.800	39.400
Bestandsveränderungen	0	0	0	0	0	0
Eigenleistungen	0	50	573	1.500	1.500	1.500
Herstellungskosten	3.118	13.684	29.247	5.527	17.264	29.550
Bruttogewinn	730	1.663	892	2.183	5.036	11.350
Personalkosten	3.746	6.889	8.946	12.400	13.100	14.200
Sonstige betriebliche Erträge	532	1.041	913	373	624	1.182
Sonstige betriebliche Aufwendungen	5.960	12.732	9.219	10.035	9.500	10.100
EBITDA	-8.444	-16.917	-16.360	-19.879	-16.940	-11.768
Abschreibungen & Amortisation	2.080	5.237	9.204	2.923	2.936	2.963
EBIT	-10.524	-22.154	-25.564	-22.803	-19.876	-14.731
Nettofinanzergebnis	-3.364	-2.052	-1.601	-2.239	-4.312	-3.803
EBT	-13.888	-24.206	-27.165	-25.041	-24.188	-18.534
Steuern	-935	429	657	751	726	741
Minderheitsbeteiligungen	9	-54	-78	-50	-50	-50
Nettogewinn/ -verlust	-12.944	-24.689	-27.900	-25.843	-24.964	-19.325
EPS (verwässert)	0,00	-0,68	-0,77	-0,60	-0,50	-0,32
Kennzahlen						
Bruttomarge	19,0%	10,9%	3,0%	35,2%	24,2%	28,8%
EBITDA-Marge	-219,4%	-110,6%	-55,3%	-320,1%	-81,4%	-29,9%
EBIT-Marge	-273,5%	-144,8%	-86,5%	-367,2%	-95,6%	-37,4%
Nettomarge	-336,4%	-161,4%	-94,4%	-416,1%	-120,0%	-49,0%
Steuersatz	6,7%	-1,8%	-2,4%	-3,0%	-3,0%	-4,0%
Ausgaben in % vom Umsatz						
Personalkosten	97,3%	45,0%	30,3%	199,7%	63,0%	36,0%
Abschreibung & Amortisation	54,1%	34,2%	31,1%	47,1%	14,1%	7,5%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	154,9%	83,2%	31,2%	161,6%	45,7%	25,6%
Jährliches Wachstum						
Gesamtumsatz	2114,0%	297,5%	93,3%	-79,0%	234,9%	89,4%
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	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<u>Vermögen</u>						
Umlaufvermögen, gesamt	23.487	61.653	37.504	67.372	56.116	32.854
Liquide Mittel	149	44.466	16.074	46.039	32.821	6.811
Kurzfristige Investitionen	0	0	0	0	0	0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	724	5.641	2.213	1.701	2.849	5.397
Vorräte	6.498	210	191	606	1.419	1.619
Sonstige Forderungen	16.115	11.336	19.026	19.026	19.026	19.026
Anlagevermögen, gesamt	38.247	60.800	53.744	53.479	61.241	94.165
Sachanlagen	33.530	52.414	49.990	49.675	57.243	89.841
Nutzungsrechte	0	885	564	564	564	564
Goodwill & Immaterielle Vermögenswerte	2.521	3.922	584	635	828	1.154
Sonstige	2.196	4.464	3.170	3.170	3.170	3.170
Aktiva	61.734	122.453	91.248	120.852	117.357	127.019
<u>Eigenkapital und Verbindlichkeiten</u>						
Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt	18.191	30.029	26.726	42.590	64.010	29.747
Zinstragende Verbindlichkeiten (kurzfristig)	10.683	10.611	3.121	28.863	50.000	15.000
Leasingverbindlichkeiten	0	528	348	348	348	348
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	6.000	5.176	12.906	3.028	3.311	4.048
Rückstellungen (kurzfristig)	1.179	10.949	9.440	9.440	9.440	9.440
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	329	2.765	910	910	910	910
Langfristige Verbindlichkeiten, gesamt	51.559	34.555	34.188	43.721	43.721	76.921
Zinstragende Verbindlichkeiten	50.463	33.449	34.031	34.168	34.168	34.168
Leasingverbindlichkeiten	0	340	230	0	0	0
Passive Rechnungsabgrenzungsposten	0	0	0	0	0	0
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	1.096	1.106	157	9.553	9.553	42.753
Anteile Dritter	3	127	204	254	304	354
Eigenkapital	-8.019	57.742	30.130	34.287	9.323	19.998
Gezeichnetes Kapital	312	564	564	14.201	14.201	24.201
Kapitalrücklage	20.570	111.204	111.204	127.568	127.568	147.568
Andere Rücklagen	0	0	0	0	0	0
Eigene Aktien	0	0	0	0	0	0
Gewinnrücklagen	-28.901	-54.025	-81.640	-107.482	-132.446	-151.771
Passiva	61.734	122.453	91.248	120.852	117.357	127.019
<u>Kennzahlen</u>						
Current ratio (x)	1,29	2,05	1,40	1,58	0,88	1,10
Quick ratio (x)	0,93	2,05	1,40	1,57	0,85	1,05
Nettoverbindlichkeiten	60.997	-66	21.308	16.992	51.346	42.357
Net Gearing	-760,7%	-0,1%	70,7%	49,6%	550,8%	211,8%
Eigenkapitalquote	-13,0%	47,3%	33,2%	28,6%	8,2%	16,0%
Buchwert je Aktie (in €)	n.m.	1,59	0,83	0,79	0,19	0,33
Return on Equity (ROE)	n.m.	-42,8%	-92,6%	-75,4%	-267,8%	-96,6%
Forderungsumschlag in Tagen	69	135	27	100	50	50
Vorratsumschlag in Tagen	761	6	2	40	30	20
Kreditorenlaufzeit in Tagen	702	138	161	200	70	50



CASHFLOWRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd EUR	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
EBIT	-6.574	-22.154	-25.564	-22.803	-19.876	-14.731
Abschreibungen	2.002	3.395	8.619	2.811	2.846	2.890
EBITDA	-4.572	-18.759	-16.945	-19.992	-17.030	-11.840
Veränderungen Working Capital	-7.210	-4.480	1.306	-9.781	-1.679	-2.011
Sonstiges (Rückstellungen, Zinsen, etc.)	-3.577	8.429	-2.807	-751	-726	-741
Operativer Cashflow	-15.359	-14.810	-18.446	-30.524	-19.435	-14.593
Investitionen in Sachanlagen	-1.592	-11.677	-3.111	-2.484	-10.400	-35.460
Investitionen in immaterielle Vermögenswerte	0	0	0	-62	-208	-355
Freier Cashflow	-16.951	-26.487	-21.557	-33.070	-30.043	-50.407
Akquisitionen und Verkäufe	0	88.277	50	0	0	0
Andere Investitionen	-2.070	-154	0	0	0	0
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-3.662	76.446	-3.061	-2.546	-10.608	-35.815
Cashflow aus FK-Finanzierung, netto	18.511	-17.426	-6.925	35.274	21.137	-35.000
Cashflow aus EK-Finanzierung, netto	0	0	0	30.000	0	30.000
Gezahlte Dividenden	0	0	0	0	0	0
Sonstige Finanzierung	2	0	0	-2.239	-4.312	29.397
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	18.513	-17.426	-6.925	63.035	16.825	24.397
FOREX & sonstige Effekte	0	107	40	0	0	0
Veränderung der liquiden Mittel	-508	44.317	-28.392	29.965	-13.218	-26.010
Cash am Anfang der Periode	579	149	44.466	16.074	46.039	32.821
Cash zum Ende der Periode	71	44.466	16.074	46.039	32.821	6.811
EBITDA je Aktie	0,00	-0,47	-0,45	-0,46	-0,34	-0,20
Jährliches Wachstum						
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	-28%	n.m.	n.m.	n.m.	-73%	45%
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

Amtsgericht Berlin Charlottenburg HR B 103329 B

UST-Id.: 251601797

Ggf. Inhaltlich Verantwortlicher gem. § 6 MDSIV

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 18. Juni 2025 um 09:51 Uhr abgeschlossen.

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

Copyright© 2025 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 stellen 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 ¹	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%

¹ 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...4	↓	↓	↓	↓
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	10. September 2024	€ 5,05	Buy	€ 9,00
12	3. Dezember 2024	€ 5,25	Buy	€ 8,00
13	Heute	€ 1,90	Buy	€ 3,70

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.