

H2 Core AG

Deutschland / Cleantech
 Börse Hamburg
 Bloomberg: M5S GR
 ISIN: DE000A0H1GY2

H1/24-Bericht

BEWERTUNG

KURSZIEL

Aufwärtspotenzial
 Risikobewertung

BUY

€ 2,20

47,7%
 High

DAS GESCHÄFT LÄUFT DEUTLICH LANGSAMER AN ALS ERWARTET

H2 Core hat Halbjahreszahlen veröffentlicht, die hinter unseren Erwartungen zurückblieben, und die Guidance für das laufende Jahr deutlich reduziert. Grund für die Guidancesenkung sind sowohl Verschiebungen auf der Zuliefererseite als auch eine schwache Nachfrage. So hat H2 Core zwar eine sehr gut gefüllte Vertriebspipeline, aber konkrete Auftragseingänge verzögern sich. Insgesamt geht der Hochlauf des Marktes für grünen Wasserstoff deutlich langsamer voran als ursprünglich erwartet. Wir haben unsere Prognosen an diese Entwicklung angepasst. Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt ein neues Kursziel von €2,20 (bisher: €4,10). Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung.

Guidance deutlich reduziert Im August ging H2 Core noch von einem Umsatz zwischen €12,8 Mio. und €13,8 Mio. und einem EBIT von €-0,6 Mio. bis €0,0 Mio. aus. Entgegen den Erwartungen ist die Nachfrage in den letzten Wochen aber nicht angesprungen. Stattdessen verschoben viele Kunden avisierte Aufträge ins nächste Jahr. Daher hat das Management die Umsatzguidance für das laufende Jahr auf €5 Mio. bis €6 Mio. reduziert und damit mehr als halbiert. H2 Core geht nunmehr von einem EBT von €-3 Mio. aus.

Kräftiges Umsatzwachstum, aber Rückgang der Gesamtleistung H2 Core hat den Umsatz im ersten Halbjahr um 48% J/J auf €3,1 Mio. gesteigert, blieb aber 22% hinter unserer Schätzung zurück (vgl. Abbildung 1 auf der nächsten Seite). Die Gesamtleistung sank allerdings um 36% J/J auf €1,3 Mio. (vgl. Abbildung 2 auf der nächsten Seite). Grund dafür ist ein umfangreicher Bestandsabbau, da viele bereits im Jahr 2023 (weitgehend) fertiggestellte Anlagen erst 2024 ausgeliefert wurden. Der Anstieg des Materialaufwands um 52% J/J auf €1,3 Mio. ist zum einen auf einen schlechteren Produktmix zurückzuführen und zum anderen auf den Hochlauf der Serienproduktion des Flex120 Elektrolyseurs. Die entsprechende Null-Serie verzeichnete einen deutlich erhöhten Aufwand in der Produktion und für die Optimierung der Konstruktion.

(b.w.)

FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Umsatz (€ Mio.)	0,7	2,1	4,9	5,5	12,0	24,0
Jährliches Wachstum	na	209,0%	131,2%	11,9%	118,2%	100,0%
EBIT (€ Mio.)	0,0	0,1	0,3	-2,3	-0,5	1,0
EBIT-Marge	3,7%	6,1%	6,7%	-42,7%	-4,3%	4,4%
Jahresübers. (€ Mio.)	0,0	0,1	0,1	-3,0	-0,8	0,6
EPS (verwässert) (€)	0,00	0,00	0,00	-0,28	-0,07	0,05
DPS (€)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF (€ Mio.)	0,0	-0,1	-5,8	-1,8	0,2	0,6
Nettoverschuldungsgrad	1740,0%	104,3%	31,6%	76,7%	91,7%	61,2%
Liquide Mittel (€ Mio.)	0,0	0,0	0,1	0,3	0,4	1,1

RISIKEN

Die wesentlichen Risiken sind: Finanzierung, Internationalisierung, Lieferanten, Regulierung und staatliche Förderung.

UNTERNEHMENSPROFIL

H2 Core fertigt wasserstoffbasierte Energiesysteme und vertreibt diese weltweit. Das Unternehmen beschäftigt ca. 40 Mitarbeiter und hat seinen Hauptsitz in Heide in Norddeutschland.

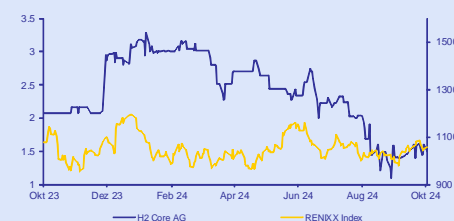
HANDELSDATEN

Stand: 7. Okt 2024

Schlusskurs	€ 1,49
Aktien im Umlauf	11,83 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 17,62 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 1,10 / 3,28
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	1.670

Multiples	2023	2024E	2025E
KGV	139,7	n.a.	n.a.
EV/Sales	2,3	2,1	1,0
EV/EBIT	34,9	n.a.	n.a.
Div.-Rendite	0,0%	0,0%	0,0%

KURSÜBERSICHT



UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 30. Jun 2024

Liquide Mittel	€ 0,08 Mio.
Kurzfristige Vermögenswerte	€ 17,86 Mio.
Immaterielle Vermögenswerte	€ 0,03 Mio.
Bilanzsumme	€ 18,86 Mio.
Kurzfristige Verbindlichkeiten	€ 9,52 Mio.
Eigenkapital	€ 3,70 Mio.

AKTIONÄRSSTRUKTUR

Technology Center Holding GmbH	38,6%
Enapter AG	24,8%
World Wide Green Holding GmbH	14,8%
Blugreen Company Ltd	10,5%
Sonstige & Free Float	11,3%

Wir gehen davon aus, dass die Produktion nach den Erfahrungen beim Bau der ersten Flex 120 Elektrolyseure zukünftig deutlich effizienter laufen wird und die Materialaufwandsquote sich wieder signifikant verringert.

Abbildung 1: Berichtete Zahlen versus Schätzungen

Alle Zahlen in €Mio.	H1-24A	H1-24E	Delta	H1-23A	Delta
Umsatz	3,13	4,00	-22%	2,11	48%
EBIT	-1,97	-1,50	-	-0,28	-
Marge	-62,9%	-37,5%		-13,3%	
Jahresübers.	-2,51	-1,60	-	-0,34	-
Marge	-80,2%	-40,0%		-16,1%	

Quelle: First Berlin Equity Research, H2 Core AG

Die deutlich höheren Materialkosten führten dazu, dass der Rohertrag, der in H1/23 noch bei €1,2 Mio. lag (Rohertragsmarge auf die Gesamtleistung: 57,5%), in der laufenden Periode leicht negativ war (vgl. Abbildung 2). Der Personalabbau auf 40 Mitarbeiter ließ die Personalkosten um 39% J/J auf knapp €1 Mio. steigen, und die sonstigen operativen Aufwendungen erhöhten sich um 17% auf €0,8 Mio., insbesondere wegen der Kosten rund um das Börsenlisting. Dies führte zu einer deutlichen Ausweitung des operativen Verlusts von €-0,3 Mio. auf €-2,0 Mio.

Die Finanzaufwendungen stiegen auf €123 tsd. an und resultieren aus Zinsaufwendungen für Aktionärsdarlehen und Bankkreditlinien. Das negative Bewertungsergebnis (€-425 tsd.) rührt von Abwertungen der im Depot gehaltenen Enapter-Aktien her. Dies führte zu einem Finanzergebnis von €-537 tsd. nach €-55 tsd. in H1/23. Insgesamt ergab sich daraus ein signifikant gestiegener Nettoverlust von €-2,5 Mio. nach €-0,3 Mio. in der Vorperiode.

Abbildung 2: Ausgewählte Positionen der G&V

in € Mio.	H1-24A	H1-23A	Delta
Umsatz	3,13	2,11	48%
Gesamtleistung	1,32	2,07	-36%
Rohertrag	-0,02	1,19	n.m.
Marge	-1,3%	57,5%	-
EBITDA	-1,82	-0,22	n.m.
Marge	-58,1%	-10,4%	-
EBIT	-1,97	-0,28	n.m.
Marge	-63,1%	-13,2%	-
EBT	-2,51	-0,33	n.m.
Marge	-80,3%	-15,7%	-
Nettoergebnis	-2,47	-0,34	n.m.
Marge	-78,9%	-16,1%	-

Quelle: First Berlin Equity Research, H2 Core AG

Bilanz weist Verbesserungspotenzial auf H2 Cores Vorräte beliefen sich Ende H1 auf €16,2 Mio. (vgl. Abbildung 3 auf der nächsten Seite). Das ist zwar 10% weniger als zum Jahresbeginn, aber immer noch das 2,75-fache des Umsatzes der letzten 12 Monate. Die Vorräte bestehen zu 96% aus unfertigen Erzeugnissen und Warenbestand. Gleichzeitig betragen die Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen Ende Juni 2024 hohe €10,2 Mio. und bestehen überwiegend gegenüber der Enapter AG. Von diesen Verbindlichkeiten sind €5,1 (Ende 2023: €7,2 Mio.) als langfristig verbucht, da H2 Core erwartet, dass die Anlagen, die hinter den Verbindlichkeiten stehen, erst in über einem Jahr (Stichtag 30. Juni

2024) ausgeliefert werden. Es ist damit offensichtlich, dass die hohen Vorräte und die hohen Verbindlichkeiten aus Lieferungen & Leistungen sich gegenseitig bedingen. H2 Core hat Stack-Module von Enapter auf Lager genommen, muss diese aber erst bei Auslieferung der Produkte bezahlen.

Das Working Capital belief sich Ende Juni 2024 auf €6,8 Mio. Trotz des Rückgangs um 15% seit Jahresbeginn bleibt die Mittelbindung damit hoch. Die Working Capital-Quote betrug 115% nach 163% zum Jahresende 2023. Hier besteht umfangreiches Potenzial für ein effizienteres Working Capital-Management.

Die Nettoverschuldung ist um 16% auf €4,1 Mio. angestiegen. Dagegen hat sich das Eigenkapital seit Jahresbeginn um 42% auf €3,7 Mio. verringert. Die Eigenkapitalquote fiel von 30,5% auf 19,6% und liegt damit auf einem relativ niedrigen Niveau. Insgesamt ist die Bilanzsumme hauptsächlich aufgrund des Vorratsabbaus um 10% auf €18,9 Mio. geschrumpft.

Abbildung 3: Ausgewählte Bilanzpositionen

in € Mio.	H1-24A	2023A	Delta
Immaterielle Vw. & Goodwill	0,03	0,04	-3%
Sachanlagen	0,44	0,48	-8%
Nutzungsrechte	0,42	0,48	-11%
Anlagevermögen insgesamt	0,99	1,04	-5%
Vorräte	16,22	18,04	-10%
Forderungen aus Lieferungen & Leistungen	0,99	0,71	39%
Liquide Mittel	0,08	0,06	34%
Umlaufvermögen insgesamt	17,86	19,94	-10%
Eigenkapital	3,70	6,41	-42%
<i>Eigenkapitalquote</i>	<i>19,6%</i>	<i>30,5%</i>	<i>-10,9 PP</i>
Finanzverbindlichkeiten, langfristig	0,00	0,40	n.m.
Finanzverbindlichkeiten, kurzfristig	3,71	2,69	38%
Leasingverbindlichkeiten, langfristig	0,33	0,38	-12%
Leasingverbindlichkeiten, kurzfristig	0,09	0,09	0%
Nettoverschuldung	4,05	3,50	16%
<i>Net Gearing (Nettoverschuldung/EK in %)</i>	<i>109%</i>	<i>55%</i>	<i>-</i>
Verbindlichkeiten aus Lieferungen & Leistungen	10,23	9,76	5%
Erhaltene Anzahlungen	0,14	0,99	-85%
Working Capital	6,83	8,01	-15%
<i>Working Capital-Quote</i>	<i>115%</i>	<i>163%</i>	<i>-48 PP</i>
Bilanzsumme	18,86	20,99	-10%

Quelle: First Berlin Equity Research, H2 Core AG

Mittelabfluss aus operativer Tätigkeit von €1 Mio. Trotz des Nettoverlustes von €-2,5 Mio. belief sich der Mittelabfluss aus operativer Tätigkeit nur auf €1,0 Mio. Dazu trug die Abnahme der Vorräte in Höhe von €1,8 Mio. wesentlich bei (vgl. Abbildung 4 auf der nächsten Seite). Der Cashflow aus Investitionstätigkeit war positiv (€+0,3 Mio.) und gekennzeichnet durch Erlöse aus der Veräußerung von Enapter-Aktien, die €347 tsd. zu dem positiven Ergebnis beitrugen. Die Investitionen in Sachanlagen beliefen sich auf €64 tsd. Der Cashflow aus Finanzierungstätigkeit setzte sich aus Kosten für die Emission (€-237 tsd.) und der Aufnahme von Aktionärsdarlehen (€+930 tsd.) zusammen. Der Nettomittelzufluss betrug €19 tsd.

Abbildung 4: Ausgewählte Positionen der Kapitalflussrechnung

in € Mio.	H1-24A	H1-23A
Operativer Cashflow	-0,96	0,02
CAPEX	-0,06	-0,01
Freier Cashflow	-1,02	0,01
Cashflow aus Investitionstätigkeit	0,28	-0,01
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	0,69	0,00
Nettocashflow	0,02	0,01

Quelle: First Berlin Equity Research, H2 Core AG

Produktion auf Bau mittelgroßer Elektrolyseure ausgedehnt H2 Core hat die Produktion um eine Produktionslinie für mittelgroße industrielle Anlagen erweitert. Die Herstellung der Anlagen erfolgt derzeit auf vier parallelen Bauplätzen für kleinere Systeme (<=12 kW), sowie zwei Bauplätzen für mittelgroße Systeme (ab 120 kW). Grundlage für die Produktion der mittelgroßen Systeme ist H2 Cores Übernahme der Montage der ersten 50 AEM Flex 120 Systeme von Enapter. Die entsprechende Produktion hat im April 2024 begonnen und inzwischen wurden die ersten vier Anlagen ausgeliefert. Ein Teststandsbereich ermöglicht die ausgiebigen Tests der fertigen Systeme inklusive entsprechender Dokumentation vor der Auslieferung zum Kunden. Mittelfristig (FBe: ab 2026) plant H2 Core auch die Errichtung erster Großanlagen im Multimegawattbereich.

Schätzungen angepasst Die Umsatz- und Gewinnwarnung und die deutlich langsamer als erwartet anziehende Nachfrage nach Systemen zur Produktion von grünem Wasserstoff haben uns dazu veranlasst, unsere Schätzungen deutlich zu senken. Im Grundsatz haben wir das Wachstum in unserem Prognosemodell um ein Jahr nach hinten verschoben. Die in den letzten Monaten von vielen Unternehmen getroffenen finalen Investitionsentscheidungen stimmen uns zuversichtlich, dass es sich bei der aktuellen Marktschwäche nur um eine Verzögerung des Markthochlaufs handelt und nicht um eine strukturelle Marktänderung. So hat RWE Aufträge für Elektrolyseure im Volumen von jeweils 100 MW an Linde und an Sunfire vergeben. Das Konsortium Hamburg Green Hydrogen Hub hat bei Siemens Energy einen 100 MW Elektrolyseur bestellt, und der norddeutsche Versorger EWE hat Siemens Energy mit der Lieferung einer 280 MW Elektrolyseuranlage beauftragt. Unsere Prognosen für 2024E bewegen sich innerhalb der Guidance des Unternehmens (vgl. Abbildung 5).

Abbildung 5: Guidance- und Schätzungsanpassungen

in € Mio.	Guidance neu	Guidance alt	FBe neu	FBe alt
Umsatz	5 bis 6	12,8 bis 13,8	5,5	13,8
EBIT	n.a.	-0,6 bis 0,0	-2,3	-0,5
EBT	-3	n.a.	-3,0	-0,7

Quelle: First Berlin Equity Research, H2 Core AG

Abbildung 6 gibt einen Überblick über die Anpassung unserer Prognosen auch für die kommenden Jahre. Unsere Umsatzprognosen haben wir stark reduziert. Außerdem unterstellen wir nunmehr, dass H2 Core erst 2026 den Break-even erreicht (bisher: 2025) und gehen für 2026 von einer EBIT-Marge von 4,4% aus.

Abbildung 6: Anpassung der Prognosen

Alle Zahlen in €Mio	2024E			2025E			2026E		
	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta
Umsatz	13,81	5,50	-60%	27,10	12,00	-56%	45,56	24,00	-47%
EBIT	-0,55	-2,35	-	0,69	-0,52	-	2,08	1,04	-50%
Marge	-4,0%	-42,7%	-	2,5%	-4,3%	-	4,6%	4,4%	-
Jahresübers.	-0,48	-3,02	-	0,23	-0,85	-	1,04	0,57	-45%
Marge	-3,5%	-54,9%	-	0,8%	-7,1%	-	2,3%	2,4%	-
GPA (verwässert)	-0,04	-0,28	-	0,02	-0,07	-	0,09	0,05	-45%

Quelle: First Berlin Equity Research

Weiterhin Kaufen bei deutlich gesenktem Kursziel Ein aktualisiertes DCF-Modell auf Basis der deutlich gesenkten Schätzungen ergibt ein neues Kursziel von €2,20 (bisher: €4,10). Nach dem kräftigen Kursrückgang der letzten Monate bleibt ein Upside von über 40%. Wir empfehlen die Aktie daher trotz der Gewinnwarnung und der Verschiebung der Wachstumsphase um ca. ein Jahr zum Kauf.



BEWERTUNGSMODELL

DCF Bewertungsmodell*								
Alle Angaben in Tsd EUR	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
Nettoumsatz	5.500	12.000	24.000	36.000	45.005	54.159	63.398	72.559
NOPLAT	-2.378	-552	801	1.796	2.302	2.900	3.523	4.169
+ Abschreibungen	122	107	115	338	496	585	670	754
= Operativer Cashflow (netto)	-2.255	-444	916	2.134	2.797	3.485	4.193	4.923
- Gesamte Investitionen (Capex und WC)	1.063	902	-40	-481	-3.821	-3.912	-3.996	-4.028
Capex	-171	-612	-2.184	-1.836	-1.381	-1.454	-1.538	-1.616
Working Capital	1.234	1.514	2.144	1.355	-2.441	-2.458	-2.458	-2.413
= Freier Cashflow (FCF)	-1.192	457	875	1.653	-1.024	-427	197	895
GW der FCFs	-1.165	405	701	1.197	-671	-253	106	435

in Tsd EUR	
GWs der FCFs explizite Periode (2024E-2037E)	4.931
GWs der FCFs in der Terminalperiode	23.526
Unternehmenswert (EV)	28.457
+ Nettokasse / - Nettoverbindlichkeiten	-2.336
+ Investitionen / Anteile Dritter	0
Shareholder Value	26.120
Verwässerte Aktienanzahl	11.825
Fairer Wert je Aktie	2,21

Terminales Wachstum:	3,0%
Terminale EBIT-Marge:	10,0%

WACC	10,5%
Eigenkapitalkosten	14,5%
Fremdkapitalkosten (vor Steuern)	6,5%
Normaler Steuersatz	30,0%
Fremdkapitalkosten (nach Steuern)	4,6%
EK- Anteil	60,0%
FK- Anteil	40,0%
Kursziel	2,20

WACC	Umsatzwachstum in der Terminalperiode							
	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%	
7,5%	4,42	4,70	5,03	5,44	5,95	6,61	7,49	
8,5%	3,34	3,51	3,70	3,94	4,21	4,55	4,98	
9,5%	2,56	2,66	2,79	2,93	3,09	3,28	3,51	
10,5%	1,97	2,04	2,12	2,21	2,31	2,43	2,56	
11,5%	1,53	1,57	1,62	1,68	1,75	1,82	1,90	
12,5%	1,18	1,21	1,24	1,28	1,32	1,37	1,42	
13,5%	0,90	0,92	0,94	0,97	1,00	1,03	1,06	

* aus Layoutgründen werden nur die Jahre bis 2031gezeigt, das Modell reicht aber bis 2037



GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd EUR	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
Umsatz	688	2.125	4.914	5.500	12.000	24.000
Bestandsveränderungen	0	1.093	886	0	0	0
Eigenleistung	0	123	185	0	0	0
Gesamtleistung	688	3.341	5.985	5.500	12.000	24.000
Herstellungskosten	498	1.794	2.803	4.400	8.400	16.320
Bruttogewinn	190	1.547	3.183	1.100	3.600	7.680
Personalkosten	124	859	1.564	2.008	2.400	3.840
Sonstige betriebliche Erträge	166	100	0	110	240	480
Sonstige betriebliche Aufwendungen	204	612	1.247	1.310	1.800	3.120
EBITDA	28	176	371	-2.108	-360	1.200
Abschreibungen & Amortisation	3	46	42	240	159	155
EBIT	25	129	329	-2.348	-519	1.045
Nettofinanzergebnis	-5	-34	-152	-644	-296	-232
EBT	20	96	177	-2.991	-815	813
Steuern	9	28	51	30	33	244
Minderheitsbeteiligungen	0	0	0	0	0	0
Nettogewinn/ -verlust	11	68	126	-3.021	-848	569
EPS (verwässert)	0,00	0,00	0,00	-0,28	-0,07	0,05
Kennzahlen						
Bruttomarge (Bruttogewinn/Gesamtleistung)	27,6%	46,3%	53,2%	20,0%	30,0%	32,0%
EBITDA-Marge (EBITDA/Umsatz)	4,1%	8,3%	7,6%	-38,3%	-3,0%	5,0%
EBIT-Marge	3,7%	6,1%	6,7%	-42,7%	-4,3%	4,4%
Nettomarge	1,6%	3,2%	2,6%	-54,9%	-7,1%	2,4%
Steuersatz	43,3%	29,2%	28,8%	-1,0%	-4,0%	30,0%
Ausgaben in % vom Umsatz						
Abschreibungen	0,4%	2,2%	0,9%	4,4%	1,3%	0,6%
Personalkosten	18,0%	40,4%	31,8%	36,5%	20,0%	16,0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	29,7%	28,8%	25,4%	23,8%	15,0%	13,0%
Jährliches Wachstum						
Gesamtumsatz	n.a.	209,0%	131,2%	11,9%	118,2%	100,0%
Operatives Ergebnis	n.a.	412,4%	154,2%	n.m.	n.m.	n.m.
Nettogewinn/ -verlust	n.a.	502,1%	85,9%	n.m.	n.m.	n.m.



BILANZ

Alle Angaben in Tsd EUR	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
Vermögen						
Umlaufvermögen, gesamt	3.294	8.843	19.942	19.390	18.476	17.995
Liquide Mittel	0	3	60	251	413	1.056
Kurzfristige Investitionen	0	0	982	982	982	982
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	19	372	711	1.130	1.973	3.288
Vorräte	3.011	8.207	18.039	16.877	14.959	12.519
Sonstige Forderungen	263	260	150	150	150	150
Anlagevermögen, gesamt	180	330	1.044	1.093	1.597	3.666
Sachanlagen	180	299	483	527	1.022	3.069
Nutzungsrechte	0	0	476	476	476	476
Goodwill & Immaterielle Vermögenswerte	0	32	35	39	49	70
Sonstige	0	0	527	527	527	527
Aktiva	3.474	9.173	20.986	20.482	20.073	21.661
Eigenkapital und Verbindlichkeiten						
Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt	3.443	7.595	6.741	8.544	8.982	10.001
Zinstragende Verbindlichkeiten (kurzfristig)	543	832	2.688	4.000	4.000	4.000
Leasingverbindlichkeiten	0	0	93	93	93	93
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	1.701	6.537	2.523	3.014	3.452	4.471
Erhaltene Anzahlungen	0	0	985	985	985	985
Rückstellungen (kurzfristig)	0	26	127	127	127	127
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	1.199	200	1.310	1.310	1.310	1.310
Langfristige Verbindlichkeiten, gesamt	0	400	7.839	7.839	7.839	7.839
Zinstragende Verbindlichkeiten	0	400	0	0	0	0
Leasingverbindlichkeiten	0	0	377	377	377	377
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	0	0	7.463	7.463	7.463	7.463
Anteile Dritter	0	0	0	0	0	0
Eigenkapital	31	1.178	6.406	4.099	3.252	3.821
Gezeichnetes Kapital	32	36	11.501	11.825	11.825	11.825
Kapitalrücklage	0	1.142	-5.023	-4.633	-4.633	-4.633
Andere Rücklagen	0	0	0	0	0	0
Eigene Aktien	0	0	0	0	0	0
Gewinnrücklagen	0	0	-72	-3.093	-3.941	-3.372
Passiva	3.474	9.173	20.986	20.482	20.073	21.661
Kennzahlen						
Current ratio (x)	0,96	1,16	2,96	2,27	2,06	1,80
Quick ratio (x)	0,08	0,08	0,28	0,29	0,39	0,55
Nettoverbindlichkeiten	543	1.229	2.023	3.144	2.982	2.339
Net Gearing	1740,0%	104,3%	31,6%	76,7%	91,7%	61,2%
Eigenkapitalquote	0,9%	12,8%	30,5%	20,0%	16,2%	17,6%
Buchwert je Aktie (in €)	n.m.	n.m.	n.m.	0,38	0,27	0,32
Return on Equity (ROE)	36,1%	5,8%	2,0%	-73,7%	-26,1%	14,9%
Forderungsumschlag in Tagen	10	64	53	75	60	50
Vorratsumschlag in Tagen	2.209	1.670	2.349	1.400	650	280
Kreditorenlaufzeit in Tagen	1.248	1.330	329	250	150	100



CASHFLOWRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd EUR	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
EBIT	25	129	329	-2.348	-519	1.045
Abschreibungen	3	46	42	122	107	115
EBITDA	28	176	371	-2.225	-412	1.160
Veränderungen Working Capital	0	0	-5.003	1.234	1.514	2.144
Sonstiges (Rückstellungen, Zinsen, etc.)	-28	-62	-838	-674	-329	-476
Operativer Cashflow	0	114	-5.470	-1.665	773	2.827
Investitionen in Sachanlagen	0	-165	-328	-165	-600	-2.160
Investitionen in immaterielle Vermögenswerte	0	0	-6	-6	-12	-24
Freier Cashflow	0	-51	-5.803	-1.836	161	643
Akquisitionen und Verkäufe	0	0	0	0	0	0
Andere Investitionen	0	0	0	0	0	0
Cashflow aus Investitionstätigkeit	0	-165	-333	-171	-612	-2.184
Cashflow aus FK-Finanzierung, netto	0	54	600	1.312	0	0
Cashflow aus EK-Finanzierung, netto	0	0	4.552	715	0	0
Gezahlte Dividenden	0	0	0	0	0	0
Sonstige Finanzierung	0	0	48	0	0	0
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	0	54	5.200	2.027	0	0
FOREX & sonstige Effekte	0	0	0	0	0	0
Veränderung der liquiden Mittel	0	3	-603	191	161	643
Cash am Anfang der Periode	0	0	3	60	251	413
Cash zum Ende der Periode	0	3	-600	251	413	1.056
EBITDA je Aktie	n.a.	n.a.	n.a.	-0,20	-0,03	0,10

Jährliches Wachstum

Operativer Cashflow	n.a.	n.a.	n.a.	-69,6%	-146,5%	265,5%
Freier Cashflow	n.a.	n.a.	n.a.	-68,4%	-108,8%	298,4%
Financial Cashflow	n.a.	n.a.	n.a.	-61,0%	-100,0%	n.m.
EBITDA je Aktie	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	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 Regulations (MiFIR) 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 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 8. Oktober 2024 um 09:19 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 H2 Core AG 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 H2 Core AG 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; VERORDNUNG SERMÄCHTIGUNG, 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	22. Februar 2024	€ 3,04	Buy	€ 4,10
2...1	↓	↓	↓	↓
2	22. Februar 2024	€ 3,04	Buy	€ 4,10
3	20. Juni 2024	€ 2,70	Buy	€ 4,10
4	22. August 2024	€ 1,60	Buy	€ 4,10
5	Heute	€ 1,49	Buy	€ 2,20

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.