

# H2APEX Group SCA

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

9M-Bericht

## BEWERTUNG

### KURSZIEL

Aufwärtspotenzial  
 Risikobewertung

## BUY

€ 8,00

52,4%  
 High

## UMSATZGUIDANCE FÜR 2024 GESENKT

H2APEX hat 9M-Zahlen berichtet und ihre Umsatzguidance für 2024 gesenkt. Zwar war Q3 mit €7,6 Mio. das bisher umsatzstärkste Quartal des Jahres; trotzdem senkte das Management die Umsatzguidance für das laufende Jahr von €35 Mio. bis €40 Mio. auf mindestens €28 Mio. Der Grund dafür sind Lieferprobleme im Projektgeschäft. Diese führen zu längeren Projektlaufzeiten und damit zu einer Verschiebung von Umsätzen ins Jahr 2025. Wir senken unsere Umsatzschätzung für 2024E auf €28,5 Mio. und rechnen daher für Q4 nur noch mit einem Umsatz von €3,3 Mio. In den ersten neun Monaten hat H2APEX den Umsatz im Jahresvergleich von €3,7 Mio. auf €25,2 Mio. fast versiebenfacht. Da sich die Vergabezeitpunkte der Ausschreibungen, an denen H2APEX beteiligt ist, nach hinten verschieben, rechnen wir dieses Jahr nicht mehr mit Zuschlägen für Elektrolyseanlagen, die eine Größenordnung von insgesamt mehr als 100 MW erreichen können. Der Auftragsbestand belief sich zum 30. September auf €15,3 Mio. Der gesunkene Auftragsbestand und die Ausschreibungsverzögerungen veranlassen uns, die Prognosen für 2025E und die Folgejahre zu senken. Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt ein neues Kursziel von €8 (bisher: €9). Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung.

**Höherer Q3 Umsatz, gesenkte Guidance für 2024** H2APEX hat in Q3 Umsätze von €7,6 Mio. erzielt und damit unsere Erwartung (FB: €5,1 Mio.) übertroffen. Im Jahresvergleich hat das Unternehmen den Umsatz mehr als verfünffacht (Q3/23: €1,4 Mio.). Der wesentliche Umsatztreiber war das Projektgeschäft, insbesondere das 10 MW-Elektrolyse-Projekt in Bremen und das 5 MW-Elektrolyse-Projekt in Whylen. Lieferverzögerungen führen allerdings dazu, dass sich Umsätze (FB: ca. €7 Mio.) ins Jahr 2025 verschieben. Daher hat H2APEX die Umsatzguidance auf mindestens €28 Mio. gesenkt. Mit den Halbjahreszahlen hatte das Unternehmen bereits bekannt gegeben, dass der Umsatz in der unteren Hälfte der ursprünglichen Guidance von €35 Mio. bis €40 Mio. liegen dürfte. (b.w.)

## FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Umsatz (€ Mio.)	0,2	3,8	15,3	28,5	30,1	56,3
Jährliches Wachstum	na	2114,0%	297,5%	86,3%	5,6%	87,0%
EBIT (€ Mio.)	-6,8	-10,5	-22,2	-25,3	-17,0	-11,7
EBIT-Marge	na	-273,5%	-144,8%	-88,6%	-56,4%	-20,9%
Jahresübers. (€ Mio.)	-9,1	-12,9	-24,7	-26,9	-19,9	-15,4
EPS (verwässert) (€)	0,00	0,00	-0,68	-0,74	-0,50	-0,39
DPS (€)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF (€ Mio.)	-17,4	-17,0	-28,3	-30,6	-46,9	-101,4
Nettoverschuldungsgrad	na	-760,7%	-1,3%	100,1%	196,1%	534,0%
Liquide Mittel (€ Mio.)	0,6	0,1	44,5	12,2	2,2	2,3

## 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.

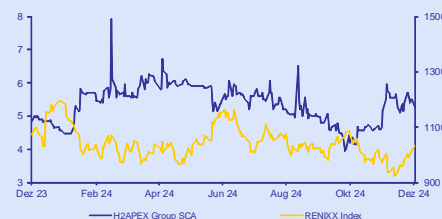
## HANDELSDATEN

Stand: 2. Dez 2024

Schlusskurs	€ 5,25
Aktien im Umlauf	36,36 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 190,88 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 3,94 / 7,90
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	2.182

Multiples	2023	2024E	2025E
KGV	n.a.	n.a.	n.a.
EV/Sales	12,5	6,7	6,3
EV/EBIT	n.a.	n.a.	n.a.
Div.-Rendite	0,0%	0,0%	0,0%

## KURSÜBERSICHT



## UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 30. Sep 2024

Liquide Mittel	€ 15,37 Mio.
Kurzfristige Vermögenswerte	€ 48,71 Mio.
Immaterielle Vermögenswerte	€ 3,85 Mio.
Bilanzsumme	€ 103,60 Mio.
Kurzfristige Verbindlichkeiten	€ 29,17 Mio.
Eigenkapital	€ 39,16 Mio.

## AKTIONÄRSSTRUKTUR

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



Im dritten Quartal erzielte H2APEX einen Bruttogewinn von €1,1 Mio., was einer Bruttomarge von 13,6% entspricht. Das Unternehmen hat ihre Personalausgaben im Zuge der Wachstumsstrategie deutlich gesteigert. In Q3 beliefen sie sich auf €2,6 Mio. (+32% J/J). Die Beschäftigtenzahl stieg im Jahresvergleich von 98 Mitarbeitern (FTE) auf 143 Ende September. Das EBIT betrug €-4,4 Mio. (Q3/23: €-5,2 Mio.), und das Nettoergebnis lag bei €-4,8 Mio. nach €-5,6 Mio. im Vorjahresquartal. Auf Neunmonatsbasis hat H2APEX sowohl den operativen Verlust als auch den Nettoverlust ausgeweitet (vgl. Abbildung 1).

#### Abbildung 1: Berichtete Zahlen versus Schätzungen

Alle Zahlen in € Mio.	Q3-24A	Q3-24E	Delta	Q3-23A	Delta	9M-24A	9M-23A	Delta
Umsatz	7,6	5,1	49%	1,4	443%	25,2	3,7	585%
EBIT	-4,4	-5,4	-	-5,2	-	-17,9	-13,6	-
Marge	-	-	-	-	-	-	-	-
Nettoergebnis	-4,8	-6,0	-	-5,6	-	-18,9	-14,7	-
Marge	-	-	-	-	-	-	-	-

Quelle: First Berlin Equity Research, H2APEX Group SCA

**Bilanz hat an Stärke verloren** Die liquiden Mittel sind auf €15,4 Mio. (GJ 2023: €44,5 Mio.) zurückgegangen und die Nettoverschuldung ist auf €20,6 Mio. gestiegen, nachdem das Unternehmen zum Jahresbeginn noch eine kleine Nettocashposition hatte (vgl. Abbildung 2). Das Eigenkapital ist um 32% auf €39,2 Mio. gesunken, was hauptsächlich auf den 9M Nettoverlust von €18,9 Mio. zurückzuführen ist. Die Eigenkapitalquote sank von 47% auf 38%. Der Neunmonatsbericht enthält keine Cashflowrechnung.

#### Abbildung 2: Ausgewählte Bilanzpositionen

in € Mio.	9M-24A	2023A	Delta
Immaterielle Vw. & Goodwill	3,8	3,9	-2%
Sachanlagen	47,1	52,4	-10%
Finanzanlagen	2,6	2,5	4%
<b>Anlagevermögen insgesamt</b>	<b>54,9</b>	<b>60,8</b>	<b>-10%</b>
Vorräte	0,2	0,2	0%
Forderungen aus Lieferungen & Leistungen	13,3	5,6	136%
Liquide Mittel	15,4	44,5	-65%
<b>Umlaufvermögen insgesamt</b>	<b>48,7</b>	<b>61,7</b>	<b>-21%</b>
Eigenkapital	39,2	57,9	-32%
<i>Eigenkapitalquote</i>	<i>37,8%</i>	<i>47,3%</i>	<i>-9,3 PP</i>
Finanzverbindlichkeiten, langfristig	33,9	33,1	1%
Finanzverbindlichkeiten, kurzfristig	2,1	10,6	-80%
Nettoverschuldung (+) / Nettocash (-)	20,6	-0,7	<i>n.m.</i>
Verbindlichkeiten aus Lieferungen & Leistungen	7,8	5,2	51%
<b>Bilanzsumme</b>	<b>103,6</b>	<b>122,5</b>	<b>-15%</b>

Quelle: First Berlin Equity Research, H2APEX Group SCA

**Auftragsbestand weiter gesunken, neue Aufträge verschieben sich** Der Auftragsbestand von H2APEX ist nach neun Monaten von €34,4 Mio. auf €15,3 Mio. gesunken. Im Halbjahresbericht war das Unternehmen optimistisch, in H2/24 mehrere große Aufträge mit einem Gesamtvolumen von mehr als 100 MW zu gewinnen. Jetzt hat das Unternehmen spezifiziert, dass es sich dabei um mehrere Elektrolyseurprojekte im Volumen von 20 MW bis 70 MW handelt. Allerdings verschieben sich die Vergabedaten der Ausschreibungen nach hinten, so dass wir für dieses Jahr nicht mehr mit einem Zuschlag rechnen.



### Finale Investitionsentscheidung für eigene Wasserstoffanlagen für Anfang 2025 geplant

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

**Schätzungen gesenkt** Die Lieferverzögerungen, der sinkende Auftragsbestand und die Verschiebungen bei den Ausschreibungen passen ins allgemeine Bild eines sich verzögernden Hochlaufs der Wasserstoffökonomie. Zwar dürfte H2APEX den Umsatz im laufenden Jahr auf mehr als €28 Mio. fast verdoppeln, bleibt aber hinter den ursprünglichen Erwartungen zurück. Auch für 2025E und die Folgejahre sind wir daher deutlich konservativer und senken unsere Schätzungen.

### Abbildung 3: Anpassung der Schätzungen

Alle Zahlen in € Mio.	2024E			2025E			2026E		
	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta
Umsatz	35,5	28,5	-20%	60,4	30,1	-50%	91,4	56,3	-38%
EBIT	-22,8	-25,3	-	-11,1	-17,0	-	-8,4	-11,7	-
Marge	-64,2%	-88,6%	-	-18,4%	-56,4%	-	-9,2%	-20,9%	-
Nettoergebnis	-25,6	-26,9	-	-13,7	-19,9	-	-10,7	-15,4	-
Marge	-72,1%	-94,3%	-	-22,7%	-66,1%	-	-11,7%	-27,4%	-
GpA (verw ässert)	-0,70	-0,74	-	-0,38	-0,50	-	-0,29	-0,39	-

Quelle: First Berlin Equity Research

### Abbildung 4: Segmentschätzungen

in € Mio.	2024E	2025E	2026E
Umsatz Projekte	28,0	25,0	40,0
Umsatz Service	0,0	0,3	0,5
Umsatz Wasserstoffspeicher	0,0	3,0	12,8
Umsatz Wasserstoffverkauf	0,5	1,8	3,0
<b>Umsatz insgesamt</b>	<b>28,5</b>	<b>30,1</b>	<b>56,3</b>
Wachstum J/J	88,6%	5,7%	86,9%

Quelle: First Berlin Equity Research

**Weiterhin Kaufen bei niedrigerem Kursziel** Ein aktualisiertes DCF-Modell, das unsere gesenkten Schätzungen berücksichtigt, ergibt ein Kursziel von €8 (bisher: €9). Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung.



## BEWERTUNGSMODELL

Alle Angaben in Tsd EUR	2024 E	2025 E	2026 E	2027 E	2028 E	2029 E	2030 E	2031 E
<b>Nettoumsatz</b>	<b>28.500</b>	<b>30.100</b>	<b>56.300</b>	<b>102.200</b>	<b>145.900</b>	<b>170.836</b>	<b>197.548</b>	<b>225.564</b>
<b>NOPLAT</b>	<b>-25.790</b>	<b>-17.561</b>	<b>-12.340</b>	<b>-4.943</b>	<b>-660</b>	<b>2.617</b>	<b>6.366</b>	<b>9.289</b>
+ Abschreibungen	6.562	3.022	4.125	8.461	12.378	12.357	12.360	12.410
= Operativer Cashflow (netto)	-19.228	-14.538	-8.215	3.518	11.718	14.974	18.726	21.699
- Gesamte Investitionen (Capex und WC)	-11.346	-32.369	-10.201	-15.206	-23.055	-20.678	-22.084	-23.113
Capex	-8.835	-30.401	-90.643	-90.958	-16.049	-16.540	-17.600	-18.353
Working Capital	-2.511	-1.968	-2.558	-8.248	-7.006	-4.138	-4.484	-4.761
Other	0	0	83.000	84.000	0	0	0	0
= Freier Cashflow (FCF)	-30.574	-46.908	-18.417	-11.688	-11.337	-5.704	-3.358	-1.414
<b>GW der FCFs</b>	<b>-30.412</b>	<b>-43.578</b>	<b>-15.980</b>	<b>-9.472</b>	<b>-8.579</b>	<b>-4.031</b>	<b>-2.217</b>	<b>-872</b>

in Tsd EUR	
GWs der FCFs explizite Periode (2024E-2038E)	-74.283
GWs der FCFs in der Terminalperiode	359.516
Unternehmenswert (EV)	285.233
+ Nettokasse / - Nettoverbindlichkeiten (p.f.)	30.501
+ Investitionen / Anteile Dritter	11
Shareholder Value	315.745
Verw ässerte Aktienzahl	39.704
<b>Fairer Wert je Aktie (€)</b>	<b>7,95</b>

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

WACC	7,1%
Eigenkapitalkosten	13,7%
Fremdkapitalkosten (vor Steuern)	5,0%
Normaler Steuersatz	30,0%
Fremdkapitalkosten (nach Steuern)	3,5%
EK-Anteil	35,0%
FK-Anteil	65,0%
<b>Kursziel (€)</b>	<b>8,00</b>

		Umsatzwachstum in der Terminalperiode						
		3,0%	3,3%	3,7%	4,0%	4,3%	4,7%	5,0%
WACC	5,6%	12,25	14,18	16,79	20,49	26,14	35,84	56,39
	6,1%	9,33	10,57	12,15	14,23	17,10	21,29	28,03
	6,6%	7,27	8,11	9,15	10,45	12,13	14,38	17,58
	7,1%	5,74	6,34	7,06	7,95	9,00	10,37	12,17
	7,6%	4,57	5,01	5,52	6,13	6,87	7,77	8,89
	8,1%	3,65	3,98	4,36	4,81	5,33	5,95	6,71
	8,6%	2,91	3,17	3,46	3,79	4,17	4,62	5,15

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



## GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd EUR	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>Umsatz</b>	<b>174</b>	<b>3.848</b>	<b>15.297</b>	<b>28.500</b>	<b>30.100</b>	<b>56.300</b>
Eigenleistungen	233	0	50	500	1.500	1.500
Herstellungskosten	39	3.118	13.684	27.930	22.575	39.973
Forschung & Entwicklung	0	0	0	0	0	0
Personalkosten	2.678	3.746	6.889	10.148	12.710	14.075
Sonstige betriebliche Erträge	874	532	1.041	855	903	1.126
Sonstige betriebliche Aufwendungen	4.794	5.960	12.732	10.301	11.035	12.386
<b>EBITDA</b>	<b>-6.230</b>	<b>-8.444</b>	<b>-16.917</b>	<b>-18.524</b>	<b>-13.817</b>	<b>-7.508</b>
Abschreibungen & Amortisation	583	2.080	5.237	6.739	3.164	4.238
<b>EBIT</b>	<b>-6.814</b>	<b>-10.524</b>	<b>-22.154</b>	<b>-25.263</b>	<b>-16.981</b>	<b>-11.746</b>
Nettofinanzergebnis	-1.582	-3.364	-2.052	-1.074	-2.339	-3.105
<b>EBT</b>	<b>-8.396</b>	<b>-13.888</b>	<b>-24.206</b>	<b>-26.338</b>	<b>-19.320</b>	<b>-14.851</b>
Steuern	689	-935	429	527	580	594
Minderheitsbeteiligungen	1	9	-54	0	0	0
<b>Nettogewinn/ -verlust</b>	<b>-9.084</b>	<b>-12.944</b>	<b>-24.689</b>	<b>-26.865</b>	<b>-19.900</b>	<b>-15.445</b>
<b>EPS (verwässert)</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>-0,68</b>	<b>-0,74</b>	<b>-0,50</b>	<b>-0,39</b>
<b>Kennzahlen</b>						
Bruttomarge	77,5%	19,0%	10,5%	2,0%	25,0%	29,0%
EBITDA-Marge	-3584,8%	-219,4%	-110,6%	-65,0%	-45,9%	-13,3%
EBIT-Marge	-3920,3%	-273,5%	-144,8%	-88,6%	-56,4%	-20,9%
Nettomarge	-5226,4%	-336,4%	-161,4%	-94,3%	-66,1%	-27,4%
Steuersatz	-8,2%	6,7%	-1,8%	-2,0%	-3,0%	-4,0%
<b>Ausgaben in % vom Umsatz</b>						
Personalkosten	1541,0%	97,3%	45,0%	35,6%	42,2%	25,0%
Abschreibung & Amortisation	335,5%	54,1%	34,2%	23,6%	10,5%	7,5%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	2758,1%	154,9%	83,2%	36,1%	36,7%	22,0%
<b>Jährliches Wachstum</b>						
Gesamtumsatz	n.m.	2114,0%	297,5%	86,3%	5,6%	87,0%
Operatives Ergebnis	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Nettogewinn/ -verlust	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.



## BILANZ

Alle Angaben in Tsd EUR	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>Vermögen</b>						
<b>Umlaufvermögen, gesamt</b>	<b>16.737</b>	<b>23.487</b>	<b>61.653</b>	<b>30.555</b>	<b>21.738</b>	<b>26.853</b>
Liquide Mittel	579	149	44.466	12.207	2.155	2.329
Kurzfristige Investitionen	0	0	0	0	0	0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	445	724	5.641	6.247	5.773	7.712
Vorräte	2.630	6.498	210	765	2.474	5.476
Sonstige Forderungen	13.083	16.115	11.336	11.336	11.336	11.336
<b>Anlagevermögen, gesamt</b>	<b>38.545</b>	<b>38.247</b>	<b>60.801</b>	<b>63.074</b>	<b>90.452</b>	<b>176.970</b>
Sachanlagen	35.432	33.530	52.414	54.412	81.520	167.524
Nutzungsrechte	0	0	885	885	885	885
Goodwill & Immaterielle Vermögenswerte	2.013	2.521	3.922	4.196	4.468	4.982
Sonstige	1.100	2.196	4.465	4.465	4.465	4.465
<b>Aktiva</b>	<b>55.282</b>	<b>61.734</b>	<b>122.454</b>	<b>93.629</b>	<b>112.190</b>	<b>203.824</b>
<b>Eigenkapital und Verbindlichkeiten</b>						
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt</b>	<b>54.960</b>	<b>18.191</b>	<b>30.030</b>	<b>18.674</b>	<b>50.640</b>	<b>39.719</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten (kurzfristig)	45.712	10.683	10.611	605	33.305	20.000
Leasingverbindlichkeiten	0	0	0	0	0	0
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	8.468	6.000	5.176	3.826	3.092	5.476
Rückstellungen (kurzfristig)	0	1.179	10.949	10.949	10.949	10.949
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	780	329	3.294	3.294	3.294	3.294
<b>Langfristige Verbindlichkeiten, gesamt</b>	<b>2.246</b>	<b>51.559</b>	<b>34.555</b>	<b>43.950</b>	<b>30.645</b>	<b>148.645</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten	846	50.463	33.109	42.504	29.199	64.199
Leasingverbindlichkeiten	0	0	0	0	0	0
Passive Rechnungsabgrenzungsposten	0	0	0	0	0	0
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	1.400	1.096	1.446	1.446	1.446	84.446
<b>Anteile Dritter</b>	<b>11</b>	<b>3</b>	<b>127</b>	<b>127</b>	<b>127</b>	<b>127</b>
<b>Eigenkapital</b>	<b>-1.936</b>	<b>-8.019</b>	<b>57.742</b>	<b>30.877</b>	<b>30.777</b>	<b>15.333</b>
Gezeichnetes Kapital	33	312	564	564	4.164	4.164
Kapitalrücklage	13.992	20.570	111.204	111.204	127.404	127.404
Andere Rücklagen	0	0	0	0	0	0
Eigene Aktien	0	0	0	0	0	0
Gewinnrücklagen	-15.962	-28.901	-54.025	-80.890	-100.790	-116.235
<b>Passiva</b>	<b>55.282</b>	<b>61.734</b>	<b>122.454</b>	<b>93.629</b>	<b>112.190</b>	<b>203.824</b>
<b>Kennzahlen</b>						
Current ratio (x)	0,30	1,29	2,05	1,64	0,43	0,68
Quick ratio (x)	0,26	0,93	2,05	1,60	0,38	0,54
Nettverbindlichkeiten	45.978	60.997	-746	30.902	60.349	81.870
Net Gearing	-2375,2%	-760,7%	-1,3%	100,1%	196,1%	534,0%
Eigenkapitalquote	-3,5%	-13,0%	47,3%	33,1%	27,5%	7,6%
Buchwert je Aktie (in €)	n.m.	n.m.	1,59	0,85	0,77	0,38
Return on Equity (ROE)	n.m.	n.m.	-42,8%	-87,0%	-64,7%	-100,7%
Forderungsumschlag in Tagen	935	69	135	80	70	50
Vorratsumschlag in Tagen	n.m.	761	6	10	40	50
Kreditorenlaufzeit in Tagen	n.m.	702	138	50	50	50



## CASHFLOWRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd EUR	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>EBIT</b>	<b>-6.814</b>	<b>-6.574</b>	<b>-22.154</b>	<b>-25.263</b>	<b>-16.981</b>	<b>-11.746</b>
Abschreibungen	583	2.002	3.395	6.562	3.022	4.125
<b>EBITDA</b>	<b>-6.230</b>	<b>-4.572</b>	<b>-18.759</b>	<b>-18.701</b>	<b>-13.959</b>	<b>-7.621</b>
Veränderungen Working Capital	-210	-7.210	-4.480	-2.511	-1.968	-2.558
Sonstiges (Rückstellungen, Zinsen, etc.)	-318	-3.577	6.587	-527	-580	-594
<b>Operativer Cashflow</b>	<b>-6.758</b>	<b>-15.359</b>	<b>-16.652</b>	<b>-21.739</b>	<b>-16.507</b>	<b>-10.774</b>
Investitionen in Sachanlagen	-10.606	-1.592	-11.677	-8.550	-30.100	-90.080
Investitionen in immaterielle Vermögenswerte	0	0	0	-285	-301	-563
<b>Freier Cashflow</b>	<b>-17.364</b>	<b>-16.951</b>	<b>-28.329</b>	<b>-30.574</b>	<b>-46.908</b>	<b>-101.417</b>
Akquisitionen und Verkäufe	136	0	88.277	0	0	0
Andere Investitionen	-8.517	-2.070	-154	0	0	0
<b>Cashflow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-18.986</b>	<b>-3.662</b>	<b>76.446</b>	<b>-8.835</b>	<b>-30.401</b>	<b>-90.643</b>
Cashflow aus FK-Finanzierung, netto	13.305	18.511	-17.426	-611	19.395	21.695
Cashflow aus EK-Finanzierung, netto	15.000	0	0	0	19.800	0
Gezahlte Dividenden	0	0	0	0	0	0
Sonstige Finanzierung	-2.654	2	0	-1.074	-2.339	79.895
<b>Cashflow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>25.651</b>	<b>18.513</b>	<b>-17.426</b>	<b>-1.685</b>	<b>36.856</b>	<b>101.591</b>
FOREX & sonstige Effekte	0	0	107	0	0	0
<b>Veränderung der liquiden Mittel</b>	<b>-93</b>	<b>-508</b>	<b>42.475</b>	<b>-32.259</b>	<b>-10.052</b>	<b>174</b>
Cash am Anfang der Periode	672	579	149	44.466	12.207	2.155
<b>Cash zum Ende der Periode</b>	<b>579</b>	<b>71</b>	<b>42.624</b>	<b>12.207</b>	<b>2.155</b>	<b>2.329</b>
<b>EBITDA je Aktie</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>-0,47</b>	<b>-0,51</b>	<b>-0,35</b>	<b>-0,19</b>
<b>Jährliches Wachstum</b>						
Operativer Cashflow	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Freier Cashflow	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Financial Cashflow	n.m.	-28%	n.m.	n.m.	n.m.	176%
EBITDA je Aktie	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.

## Imprint / Disclaimer

### First Berlin Equity Research

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

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

Anschrift:

First Berlin Equity Research GmbH

Friedrichstr. 69

10117 Berlin

Germany

Vertreten durch den Geschäftsführer: Martin Bailey

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

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

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

Amtsgericht Berlin Charlottenburg HR B 103329 B

UST-Id.: 251601797

Ggf. Inhaltlich Verantwortlicher gem. § 6 MDSStV

First Berlin Equity Research GmbH

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

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

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

Die Erstellung dieser Empfehlung wurde am 3. Dezember 2024 um 14:40 Uhr abgeschlossen.

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

**Copyright© 2024 First Berlin Equity Research GmbH.** Kein Teil dieser Finanzanalyse darf ohne vorherige schriftliche Genehmigung durch die First Berlin Equity Research GmbH kopiert, fotokopiert, vervielfältigt oder weiterverbreitet werden, gleich in welcher Form und durch welches Medium. Bei Zitaten ist die First Berlin Equity Research GmbH als Quelle anzugeben. Weitere Informationen sind auf Anfrage erhältlich.

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

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

### **INTERESSENKONFLIKTE**

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

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

In Bezug auf die Finanzanalysen von H2APEX Group SCA bestehen die folgenden Beziehungen und Umstände, aufgrund derer vernünftigerweise erwartet werden kann, dass sie die Objektivität der Finanzanalysen beeinträchtigen könnten: Der Ersteller, First Berlin, oder ein mit First Berlin verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zur Erstellung einer Finanzanalyse getroffen, für die eine Vergütung geschuldet ist.

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



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

In Bezug auf die Finanzanalysen H2APEX Group SCA bestehen die folgenden der vorgenannten potenziellen Interessenkonflikte oder die in Artikel 6 Abs. 1 der Delegierten Verordnung (EU) 2016/958 der Kommission genannten potenziellen Interessenkonflikte: Der Ersteller, First Berlin, oder ein mit First Berlin verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zur Erstellung einer Finanzanalyse getroffen, für die eine Vergütung geschuldet ist.

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

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

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

#### STICHTAGE VON KURSEN

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

#### ABSTIMMUNG MIT DEM ANALYSIERTEN UNTERNEHMEN UND EINFLUSSNAHME

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

#### ANLAGEBEWERTUNGSSYSTEM

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

##### ANLAGEEMPFEHLUNG

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

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

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

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

##### RISIKOBEWERTUNG

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

### ANLAGEEMPFEHLUNG- & KURSZIELHISTORIE

Bericht Nr.:	Tag der Veröffentlichung	Schlusskurs Vortag	Anlageempfehlung	Kursziel/Bewertung
Initial Report	27. April 2023	€ 6,60	Buy	€ 9,00
2...3	↓	↓	↓	↓
4	30. Oktober 2023	€ 5,55	Buy	€ 8,70
5	5. Dezember 2023	€ 5,00	Buy	€ 8,40
6	19. Februar 2024	€ 6,10	Buy	€ 9,00
7	13. März 2024	€ 5,80	Buy	€ 9,00
8	22. Mai 2024	€ 5,95	Buy	€ 9,00
9	3. Juni 2024	€ 5,45	Buy	€ 9,00
10	18. Juli 2024	€ 5,70	Buy	€ 9,00
11	10. September 2024	€ 5,05	Buy	€ 9,00
12	Heute	€ 5,25	Buy	€ 8,00

### ANLAGEHORIZONT

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

### AKTUALISIERUNG

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

### ÄNDERUNGSVORBEHALT

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

### Die gesetzlich erforderlichen Angaben über

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

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

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

### HAFTUNGSAUSSCHLUSS (DISCLAIMER)

#### ZUVERLÄSSIGKEIT VON INFORMATIONEN UND INFORMATIONQUELLEN

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

#### ZUVERLÄSSIGKEIT VON SCHÄTZUNGEN UND PROGNOSEN

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

#### **VERVIELFÄLTIGUNG**

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

#### **SALVATORISCHE KLAUSEL**

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

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

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

#### **KENNTNISNAHME VOM HAFTUNGSAUSSCHLUSS**

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

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

#### **QUALIFIZIERTE INSTITUTIONELLE INVESTOREN**

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

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