

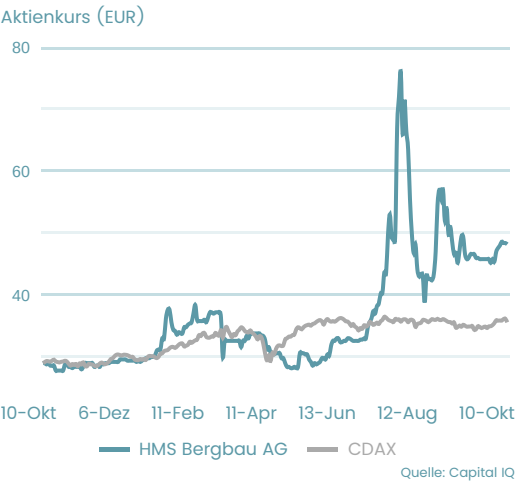


13. Oktober 2025

Volle Fahrt voraus

HMS Bergbau mit Rückenwind im globalen Rohstoffhandel

Empfehlung	Kaufen
Kursziel	72,00 EUR
Kurspotenzial	50%
Aktiendaten	
Kurs (Schlusskurs Vortag in EUR)	48,00
Aktienzahl (in Mio.)	4,6
Marketkap. (in Mio. EUR)	220,4
Handelsvol. (Ø 3 Monate; in Tsd. Aktien)	0,5
Enterprise Value (in Mio. EUR)	251,1
Ticker	HMU
Guidance 2025	
Umsatz	1,5 Mrd. EUR
EBITDA	20 Mio. EUR



Aktionärsstruktur	
Streubesitz	23,3%
ERAG Energie & Rohstoff	37,0%
LaVo Verwaltungsgesellschaft	34,3%
Familie Schernikau	4,4%
eigene Aktien	1,0%

Termine	
Roadshow Genf	5. November 2025
Roadshow Monaco	6. November 2025
Roadshow Deutschland	17. November 2025

Prognoseanpassung			
	2025e	2026e	2027e
Umsatz (alt)	1.506,9	1.687,7	1.822,8
Δ	-	-	-
EBIT (alt)	22,5	31,6	39,2
Δ	-	-	-
EPS (alt)	3,15	3,69	4,68
Δ	-	-	-

Analyst	
Bastian Brach	
+49 40 41111 37 66	
b.brach@montega.de	

Publikation	
Initialstudie	13. Oktober 2025

Volle Fahrt voraus – HMS Bergbau mit Rückenwind im globalen Rohstoffhandel

Die HMS Bergbau AG ist ein international tätiges Rohstoffhandelsunternehmen mit Schwerpunkt auf dem physischen Kohlehandel. Dabei bietet das Unternehmen neben dem Handel auch umfassende Logistik- und Servicedienstleistungen an, die sich von der inländischen Logistik über das Dokumentenmanagement und die Qualitätskontrolle erstrecken. Die größten Produzentenländer für die von HMS gehandelte Kohle sind Indonesien, Mosambik und Südafrika, während sich das Kundenportfolio in erster Linie auf die Schwellenländer erstreckt. Die Hauptabnehmer befinden sich vor allem in Südostasien, Indien und China und umfassen sowohl mittelständische Unternehmen im produzierenden Sektor als auch größere Energieversorger.

Neben dem Kohlehandel, der im vergangenen Jahr mit rund 99% Umsatzanteil dominierte, will die HMS Bergbau das **eigene Portfolio weiter diversifizieren** und den Anteil sonstiger Rohstoffe wie Metalle, Mineralien und erneuerbare Produkte ausbauen. Bereits im laufenden Geschäftsjahr dürfte ein **relevanter Top Line-Beitrag aus dem Bereich Flüssiggas** kommen, in dem die HMS im September 2025 ein erfahrenes Team akquirieren konnte, welches dieses Segment weiter ausbauen soll. Mittelfristig gehen wir davon aus, dass dieser Geschäftsteil auf einen mittleren dreistelligen Mio.-EUR-Umsatzbeitrag anwachsen könnte, während das Margenprofil dem Kohlehandel ähnelt. Zusätzlich zur Diversifikation der Handelsgeschäfte sehen wir in der **vertikalen Integration einen entscheidenden Faktor für den signifikanten Anstieg des operativen Ergebnisses** in den kommenden Jahren. In den nächsten Monaten will HMS die Mehrheitsbeteiligung an einer Minengesellschaft in Botswana final erwerben, die bisher noch unter einer aufschiebenden Bedingung stand. Dies würde es dem Unternehmen ermöglichen, einen relevanten Teil der Wertschöpfung aus dem dortigen Kohleabbau für sich zu vereinnahmen und so die vergleichsweise geringe Handelsmarge von rund 3% auszuweiten.

In den kommenden Jahren erwarten wir **Wachstumsraten im hohen einstelligen bis niedrig zweistelligen Prozentbereich (CAGR 2024–2028e: 9,1%)**, angetrieben vom Ramp Up des Handels mit Flüssiggas sowie der Ausweitung des Kohlehandels infolge des verbesserten Finanzierungsspielraums. Durch die vertikale Integration im Rahmen der Minenbeteiligung gehen wir zudem von steigenden Rohermargen aus, die sich von 2,9% im Jahr 2024 bis auf 3,9% zum Ende des Detailplanungszeitraums 2028 verbessern dürfte. Zusammen mit dem erwarteten Top Line-Wachstum und nur unterdurchschnittlich wachsenden Kostenfaktoren (insbesondere Personal und sBA) dürfte dies zu einer **Expansion der EBITDA-Marge um 0,8 PP ggü. 2024 auf ein Niveau von 2,3% in 2028** beitragen. Der Free Cashflow sollte getrieben von einer positiven Ergebnisentwicklung auf bis zu 27,4 Mio. EUR im Jahr 2028 ansteigen. Im laufenden Geschäftsjahr positionieren wir uns umsatz- und ergebnisseitig oberhalb der Guidance, die im Umsatz bei 1,5 Mrd. EUR und im EBITDA bei 20 Mio. EUR liegt.

Fazit: HMS Bergbau wandelt sich aktuell vom Kohlehändler zum diversifizierten und in Teilen vertikal integrierten Rohstoffhändler. Dabei dürfte insbesondere der Bereich Flüssiggas zukünftig einen entscheidenden Anteil am Erlöswachstum haben, während die eigene Kohleproduktion das Ertragsprofil spürbar verbessern sollte. Die Bewertung erscheint mit einem EV/EBIT 2026e von 8,0 sehr attraktiv in Hinblick auf die prognostizierten Wachstumsaussichten, sodass wir die Aktie mit dem Rating "Kaufen" und einem Kursziel von 72,00 EUR in unsere Coverage aufnehmen.

Geschäftsjahresende: 31.12.	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Umsatz	1.296,2	1.363,7	1.506,9	1.687,7	1.822,8
Veränderung yoy	33,4%	5,2%	10,5%	12,0%	8,0%
EBITDA	15,7	20,1	23,2	32,4	40,1
EBIT	15,1	19,4	22,5	31,6	39,2
Jahresüberschuss	12,4	13,2	14,5	16,9	21,5
Rohermargen	2,8%	2,9%	3,0%	3,5%	3,8%
EBITDA-Marge	1,2%	1,5%	1,5%	1,9%	2,2%
EBIT-Marge	1,2%	1,4%	1,5%	1,9%	2,2%
Net Debt	-10,1	-2,8	-2,5	-13,8	-29,4
Net Debt/EBITDA	-0,6	-0,1	-0,1	-0,4	-0,7
ROCE	53,4%	49,2%	42,3%	53,9%	66,0%
EPS	2,69	2,87	3,15	3,69	4,68
FCF je Aktie	2,04	1,72	2,06	3,90	5,14
Dividende	0,92	1,05	1,10	1,30	1,50
Dividendenrendite	1,9%	2,2%	2,3%	2,7%	3,1%
EV/Umsatz	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1
EV/EBITDA	16,0	12,5	10,8	7,7	6,3
EV/EBIT	16,6	12,9	11,2	8,0	6,4
KGV	17,8	16,7	15,2	13,0	10,3
KBV	5,8	4,5	3,8	3,2	2,7

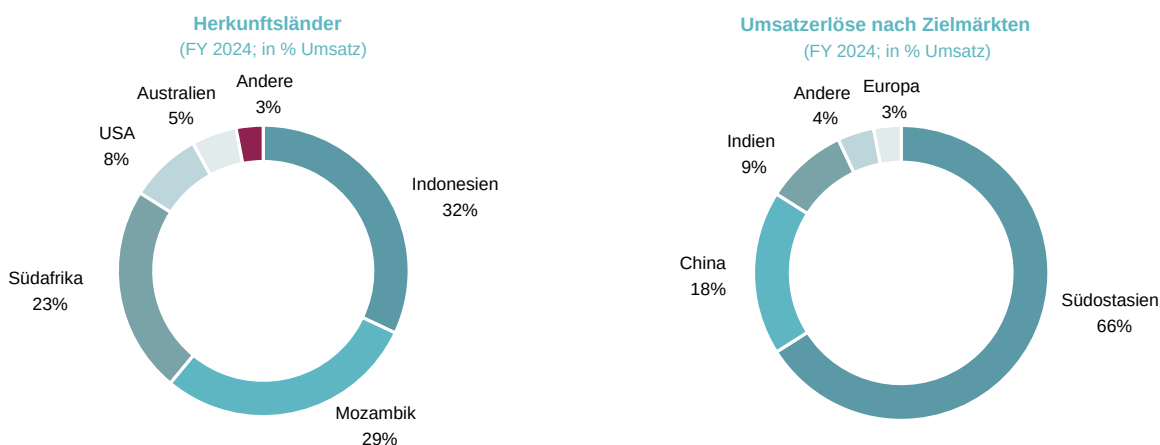
Quelle: Unternehmen, Montega, Capital IQ Angaben in Mio. EUR, EPS in EUR Kurs: 48,00 EUR

INHALTSVERZEICHNIS

Executive Summary	2
Investment Case	4
Kohleverbrauch in Schwellenländern wächst weiter an	5
Full-Service-Provider im Kohlehandel mit zusätzlichem Potenzial im Flüssigbrennstoffmarkt	7
Vertikale Integration & Ausweitung der Handelstätigkeiten dürften zu Top Line-Anstieg und Margenexpansion führen	11
Operative Marge dürfte überproportional ansteigen	12
Bilanz durch Working Capital-Positionen geprägt	14
Ergebniswachstum dürfte zu deutlich steigenden Free Cashflows führen	15
Wachstumsdynamik & Margenexpansion als Treiber der Aktienentwicklung	15
Fazit	15
SWOT	16
Stärken	16
Schwächen	16
Chancen	16
Risiken	16
Bewertung	17
DCF-Modell	18
Peergroup-Vergleich	19
Unternehmenshintergrund	21
Key Facts	21
Wesentliche Ereignisse der Unternehmenshistorie	21
Absatzmärkte	22
Management	23
Aktionärsstruktur	23
Financials	24
DCF – Modell	24
Gewinn- und Verlustrechnung	25
Bilanz	26
Kapitalflussrechnung	27
Disclaimer	28

Investment Case

Die HMS Bergbau ist als international tätiger physischer Rohstoffhändler vor allem in Schwellenländern tätig und bedient sowohl Industriekunden als auch private und staatliche Energieerzeuger. Die Kernkompetenz liegt im Kohlehandel und angrenzenden Tätigkeiten, sodass HMS sich als Full-Service-Provider positioniert. Hierzu gehört bspw. die Auswahl der Kohlequalität, die Koordination der Inlandslogistik bis zum Hafen, Dokumentationsaufgaben und die abschließende Qualitätskontrolle. Dabei wickelt das Unternehmen die meisten Geschäfte back-to-back ab, um Preis- und Counter-Party-Risiken zu minimieren. HMS Bergbau strebt neben bereits vorhandenen Abnahmeverträgen den Aufbau fokussierter Beteiligungen an Minenprojekten an. Hierzu soll Ende des Jahres der Grundstein mit der finalen Umsetzung einer bereits vor mehreren Jahren eingegangenen 51%-Beteiligung in Botswana gelegt werden, die zukünftig den eigenständigen Abbau von metallurgischer Kohle in das Geschäftsmodell integriert und somit einen weiteren Teil der Wertschöpfung abgreift.



Quelle: Unternehmen

Regional betrachtet dominierten auf der Beschaffungsseite im Jahr 2024 die Länder **Indonesien (32%)**, **Mosambik (29%)** und **Südafrika (23%)**. Ergänzt werden diese durch Lieferungen aus den **USA (8%)** und **Australien (5%)**. Während Indonesien vor allem kostengünstige thermische Kohle liefert, ist Mosambik für seine hochwertigen Kohlequalitäten bekannt. Südafrika zählt ebenfalls zu den traditionellen Beschaffungsmärkten von HMS.

Auf der Absatzseite konzentriert sich das Geschäft auf dynamisch wachsende Schwellenmärkte in Asien, ist gleichzeitig jedoch in der Verteilung recht volatil. **Südostasien** war 2024 mit einem Anteil von **66%** der wichtigste Markt, angetrieben durch einen steigenden Strombedarf und den Ausbau neuer Kohlekraftwerke. **China (18%)** bleibt trotz hoher eigener Produktion ein zentraler Abnehmer, während **Indien (9%)** mit seiner strukturell hohen Importabhängigkeit einen stabilen Absatzmarkt darstellt.

Wenngleich die globale Kohlenachfrage nur noch langsam wächst, **nimmt der Bedarf in den Absatzmärkten von HMS Bergbau weiter zu**. Schwellenländer sind in dieser Hinsicht vom Pariser Klimaabkommen ausgenommen und dürften auf absehbare Zeit den Rückgang der Industrieländer überkompensieren, da der Energiebedarf mit der steigenden Wirtschaftsleistung weiter ansteigt. Zudem ermöglicht die im Juni 2025 emittierte Anleihe mit einem Volumen von 50 Mio. EUR zusätzlichen Finanzierungsspielraum für Handelsgeschäfte, sodass HMS in diesem Bereich weiter wachsen dürfte. Gleichzeitig wird der Handel mit Flüssigbrennstoffen durch die Akquisition eines erfahrenen Teams weiter ausgebaut, sodass dieser Bereich als zweites großes Standbein neben dem Kohlehandel etabliert werden dürfte.

Wettbewerbsqualität der HMS Bergbau



Kohleverbrauch in Schwellenländern wächst weiter an

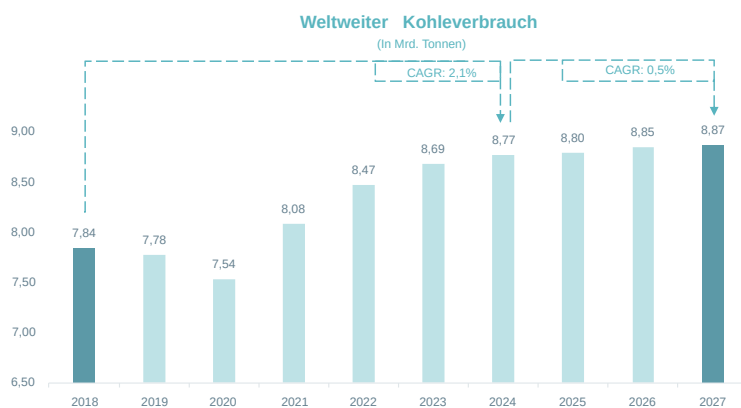


- Weltweiter Kohleverbrauch dürfte in den kommenden Jahren stagnieren, gleichzeitig erhöht sich der Anteil der Schwellenländer
- Der Flüssigbrennstoffmarkt weist ein stetiges Wachstum aufgrund von steigenden Transportvolumina auf

Für die HMS Bergbau AG ist die Entwicklung des weltweiten Seehandels mit Schüttgütern von zentraler Bedeutung, da das Unternehmen als internationaler Rohstoffhändler auf stabile Transportströme und effiziente Logistikketten angewiesen ist. Innerhalb dieses Marktes spielt insbesondere der Handel mit Kohle eine entscheidende Rolle.

Kohlemarkt

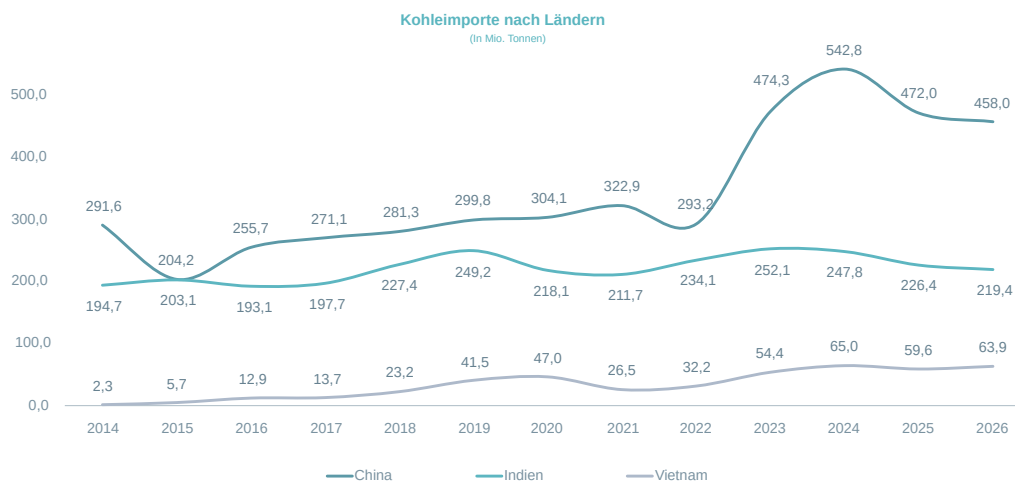
Kohle bleibt trotz globaler Dekarbonisierungstendenzen der größte Einzelenergieträger weltweit. Sie deckte 2024 rund **ein Drittel der globalen Stromerzeugung** ab und ist darüber hinaus ein zentraler Rohstoff in der Stahl- und Zementproduktion. Laut Daten der International Energy Agency (IEA) lag der weltweite Kohleverbrauch 2024 bei rund **8,8 Milliarden Tonnen**, was einem neuen Rekordwert entspricht. Global deutet sich für die kommenden Jahre eine Plateau-Phase an, während der die Kohlenachfrage ihren Höhepunkt erreicht und anschließend in eine Stagnation übergeht.



Quelle: IEA

Auf regionaler Ebene sind jedoch deutliche Unterschiede zu erkennen: Während die Nachfrage in den europäischen Ländern und den USA seit Jahren aufgrund des Ausbaus erneuerbarer Energien und politischer Regulierungen rückläufig ist, kompensieren die Schwellenländer diesen Rückgang. Besonders in **China, Indien und Südostasien** wächst der Verbrauch stetig weiter, getrieben von hoher Stromnachfrage, wirtschaftlichem Wachstum und begrenzter Verfügbarkeit alternativer Energieträger. So dürften die ASEAN-Länder ihre Kohlenachfrage laut IEA im Jahr 2027 auf über 560 Mio. Tonnen steigern, was einem prozentual zweistelligen Wachstum ggü. 2024 entspricht.

Mit einem jährlichen Verbrauch von über 4,5 Milliarden Tonnen hat China als zugleich größter Importeur erheblichen Einfluss auf die weltweiten Kohlemärkte. Indien ist der zweitgrößte Importeur und zeigt eine strukturell hohe Importabhängigkeit. Darüber hinaus entwickelt sich Vietnam zunehmend zu einem dynamischen Importmarkt, getragen von hohen Wachstumsraten im Stromverbrauch im Zuge der positiven Entwicklung im produzierenden Gewerbe. Insgesamt bleibt der globale Kohlemarkt somit auf absehbare Zeit stark von der Nachfrage in Asien und der Exportkapazität der zentralen Produzenten Indonesien, Australien und Südafrika geprägt.

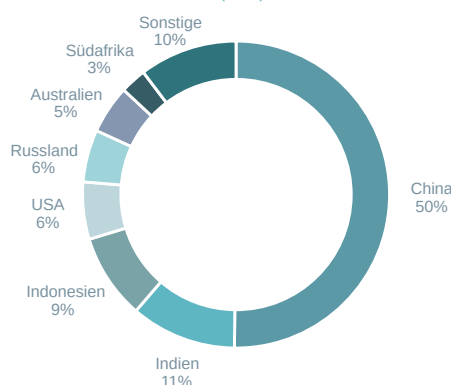


Quelle: IEA

Nur ein Teil des global geförderten Kohlevolumens gelangt in den internationalen Handel. Laut IEA werden etwa **1,5 Milliarden Tonnen** pro Jahr über Grenzen hinweg gehandelt. Dies entspricht einem Anteil von rund **17% des weltweiten Verbrauchs**. Die zentrale Rolle spielt dabei der **Seehandel**, der über **90%** des internationalen Kohlehandels abwickelt. Gründe sind die geografische Distanz zwischen Produzenten und Abnehmern sowie die Notwendigkeit großer Volumina. Damit ist der Schüttgut-seehandel einer der wichtigsten Hebel für die globale Energiewirtschaft. Asien ist hierbei die dominante Handelsregion, über die rund **75% der weltweiten Importe** entfallen. Auch hier treiben insbesondere **China, Indien und Südostasien** das Wachstum.

Die globale Kohleproduktion ist stark konzentriert und wird von wenigen Ländern dominiert. China ist mit Abstand der größte Produzent und deckt die Hälfte der weltweiten Kohleförderung ab. Auf China folgen Indien, Indonesien, Australien und die USA, die jedoch in deutlich geringerem Umfang produzieren. Insbesondere Indonesien und Australien haben sich zu zentralen Exporteuren entwickelt, deren Lieferungen vor allem nach Asien fließen.

Anteil an weltweiter Kohleproduktion
(in %)

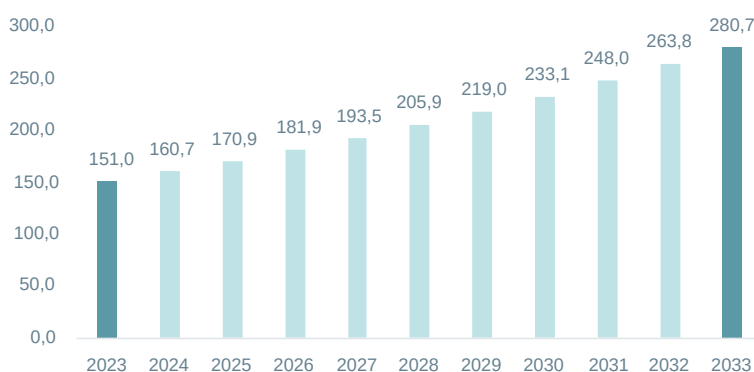


Quelle: IEA

Neben Kohle baut HMS Bergbau gezielt Aktivitäten im Handel mit **Flüssigbrennstoffen** aus. Der weltweite Markt lag 2023 bei **151 Mrd. USD** und wird bis 2033 voraussichtlich auf **280,7 Mrd. USD** wachsen, was einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von **6,5%** zwischen 2024 und 2033 entspricht.

Der Markt für Flüssigbrennstoffe bietet im Vergleich zum Kohlehandel **vergleichbare Margen**, zeichnet sich jedoch naturgemäß durch **eine deutlich höhere Transaktionsfrequenz** aus. Für HMS Bergbau sind insbesondere die **global bedeutenden Häfen** von Interesse, darunter **Shanghai, Singapur, Korea, Dubai und Rotterdam**, die als zentrale Umschlagpunkte für die globale Schifffahrt gelten.

Flüssigbrennstoffmarkt
(in Mrd. \$)



Quelle: Allied Market Research

Full-Service-Provider im Kohlehandel mit zusätzlichem Potenzial im Flüssigbrennstoffmarkt



- Schwellenländer als wichtigste Produzenten- und Zielländer
- HMS differenziert sich über Dienstleistungen außerhalb der reinen Handelstätigkeit
- Eigene Produktion und weiterer Ausbau der Aktivitäten außerhalb des Kohlehandels als strategische Wachstumsfelder

Die HMS Bergbau AG positioniert sich als spezialisierter **Logistik- und Handelsdienstleister** für den internationalen Schüttgut- und insbesondere **Kohle-Seehandel**. Der Markt ist insgesamt von einer geringen Differenzierung geprägt, da Kohle als homogenes Massengut durch geringe Margen iHv. rund 3% im Handel geprägt ist. Dennoch schafft HMS durch **Servicequalität, lokaler Expertise, logistische Kompetenz und Finanzierungsunterstützung** eine klare Abgrenzung gegenüber dem Wettbewerb.

Ein besonderes Merkmal ist die Ausrichtung auf **zahlreiche kleinere und mittelgroße Abnehmer in Schwellenländern**, die im Gegensatz zu großen Energieversorgern oder Industriekonzernen oftmals keinen direkten Zugang zu den globalen Playern im Rohstoffmarkt haben. Diese Unternehmen profitieren von HMS als zuverlässigem und vertrauenswürdigen Intermediär. Damit besetzt HMS eine **Marktnische**, die für große Händler häufig unattraktiv ist, für mittelständische Abnehmer jedoch entscheidend sein kann und HMS attraktive Margen ermöglicht. Der Wettbewerb im Kohlehandel lässt sich grob in zwei Gruppen einteilen:

Konkurrenz	
Globale Rohstoffhändler	Lokale/Regionale Kohlehändler
Glencore, Vitol, Xcoal Energy & Resources, Mercuria, Trafigura	Adaro Energy (Indonesien), Exxaro Resources (Südafrika)
Merkmale	
• Breites Rohstoffportfolio • Große Transportvolumina • Beliefern insbesondere staatlicher Energieversorger & großer Industriekonzerne	• Konzentration auf heimische Märkte • Enger Fokus • Lokales Know-How
Wettbewerbsvorteile der HMS Bergbau	
• Full-Service-Angebot inkl. • Bedarfsorientierter Rohstoffauswahl • Transportkoordination Inland • Abwicklung/Dokumentenmanagement	• Individuelles Service-Level • Know-How in Schwellenländern • Markt-/Preiskompetenz • Umfassendes Netzwerk auf Beschaffungs-/Kundenseite

• Bedarfsorientierte Rohstoffauswahl:

HMS beginnt jede Transaktion mit einer detaillierten Analyse der Kundenanforderungen. Entscheidend ist dabei die Auswahl der passenden Kohlequalitäten in Bezug auf Heizwert, Asche- und Schwefelgehalt sowie sonstige Spezifikationen. Für viele kleinere Abnehmer ist diese Expertise von hoher Bedeutung, da sie selbst keinen Zugang zu einem breiten Produzenten- und Lieferantennetzwerk haben. HMS fungiert hier als Berater, der Qualität, Preis und Verfügbarkeit gegeneinander abwägt und dadurch die Versorgungssicherheit gewährleistet.

• Transportkoordination Inland:

Ein weiterer Teil des Serviceangebots ist die Organisation des Transportes vom Förderstandort bis zum Exporthafen. HMS übernimmt dabei die Koordination mit Spediteuren und Lagergesellschaften, stellt die rechtzeitige Bereitstellung der Ware sicher und kümmert sich um die pünktliche Beladung der Schiffe. Besonders in Schwellenländern mit teils unzuverlässiger Infrastruktur stellt dies einen erheblichen Mehrwert dar, da Verzögerungen und Ineffizienzen zu erheblichen Kostensteigerungen führen könnten.

• Seetransportlogistik:

HMS verfügt über langjährige Erfahrung in der internationalen Schifffahrtslogistik. Dazu zählt die Auswahl geeigneter Schiffe und Charterpartner, die Verhandlung von Frachtkonditionen, die Organisation von Versicherungen sowie die komplette Dokumentation des Transportprozesses. Gerade für kleinere Importeure, die keine eigenen Schifffahrtsabteilungen besitzen, übernimmt HMS damit eine zentrale Funktion und ermöglicht überhaupt erst den Zugang zum Weltmarkt.

- **Dokumenten- und Abwicklungsmanagement:**

Der internationale Rohstoffhandel ist stark reguliert und mit hohem administrativem Aufwand verbunden. HMS übernimmt von der Erstellung und Verwaltung der Frachtpapiere über Zollformalitäten bis hin zu Akkreditiv- und Zahlungsdokumenten die gesamte Abwicklung. Insbesondere die sichere Handhabung von Akkreditiven und Finanzierungspapieren ist für Kunden mit begrenztem Know-how im internationalen Handel ein entscheidender Vorteil, da sie das Risiko von Fehlbuchungen oder Zahlungsausfällen erheblich reduziert.

- **Entladung und Qualitätssicherung im Zielhafen:**

Am Zielhafen übernimmt das Unternehmen die Koordination der Entladung, führt Qualitätskontrollen durch und organisiert den Weitertransport ins Landesinnere. Damit wird gewährleistet, dass die gelieferte Ware exakt den vereinbarten Spezifikationen entspricht und ohne Verzögerungen an den Bestimmungsort gelangt.

- **Individuelles Service-Level:**

HMS passt seine Dienstleistungen flexibel an die Bedürfnisse des jeweiligen Kunden an. Während große Energieversorger vor allem eine verlässliche Abwicklung umfangreicher Ausschreibungen erwarten, benötigen kleinere mittelständische Kunden häufig ein Full-Service-Angebot mit der Abdeckung sämtlicher Prozessschritte. Durch diese Flexibilität gelingt es HMS, langfristige Kundenbindungen aufzubauen und sich im wettbewerbsintensiven Rohstoffhandel als zuverlässiger Partner zu etablieren.

- **Know-how in Schwellenländern:**

Durch jahrzehntelange Aktivitäten in Afrika und Asien hat HMS tiefgehendes Wissen über lokale Märkte, Infrastrukturen und regulatorische Rahmenbedingungen aufgebaut. Dieses Know-how verschafft dem Unternehmen nicht nur Zugang zu Produzenten und Absatzkanälen, die für internationale Wettbewerber schwer erreichbar sind, sondern macht HMS auch zu einem geschätzten Ansprechpartner für Kunden, die in diesen Märkten ihre Aktivitäten ausbauen wollen.

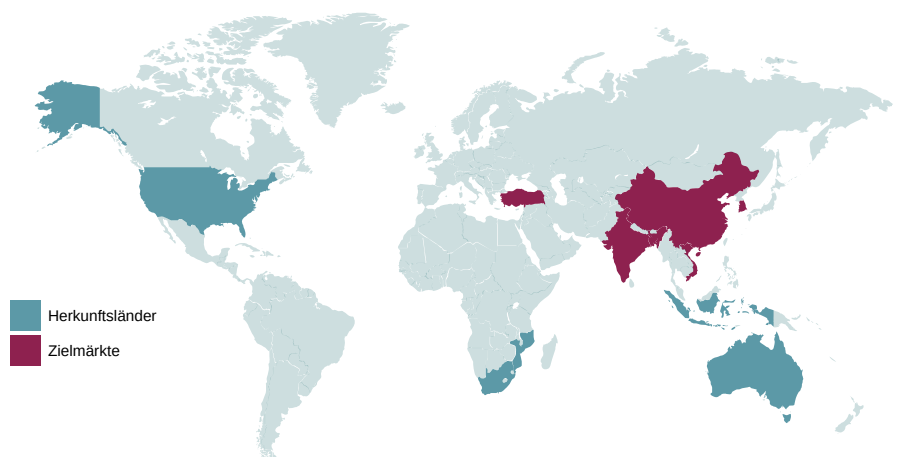
- **Umfassende Expertise bei Umwelt- und Regulierungsfragen:**

HMS verfügt über fundiertes Wissen in Bezug auf Umweltvorschriften, rechtliche Anforderungen an den Kohleabbau und logistische Bestimmungen. Dieses regulatorische Know-how ermöglicht es dem Unternehmen, Kunden sicher durch komplexe Genehmigungs- und Compliance-Prozesse zu führen und damit Risiken in politisch und rechtlich sensiblen Märkten zu minimieren.

- **Markt- und Preiskompetenz:**

Dank langjähriger Erfahrung ist HMS in der Lage, fundierte Einschätzungen zu Preisniveaus und künftigen Preisentwicklungen abzugeben. Diese Markttransparenz stellt einen wichtigen Mehrwert dar, da sie es Kunden ermöglicht, ihre Beschaffungsstrategien effizient zu planen und Preisrisiken abzusichern.

Wichtigste Handelsrouten



Quelle: Unternehmen

Die klare Ausrichtung auf Schwellenländer mit steigender Energie- und Rohstoffnachfrage, kombiniert mit exklusiven Lieferbeziehungen und einer vertikalen Integrationsstrategie, unterstreicht die Fähigkeit von HMS, auch in einem stark kompetitiven Umfeld nachhaltiges Wachstum zu generieren.

Minenbeteiligungen

Um diese Marktposition langfristig abzusichern, setzt HMS auch auf Exklusivvereinbarungen mit Produzenten. Diese verschaffen dem Unternehmen privilegierten Zugang zu Fördermengen, die anderen Händlern nicht zur Verfügung stehen, und erhöhen damit die Versorgungssicherheit für die eigenen Kunden. Darüber hinaus prüft HMS regelmäßig Investitionen in die Erschließung eigener Rohstoffressourcen, um eine stärkere vertikale Integration zu erreichen und die Wertschöpfungskette vom Abbau über die Logistik bis hin zur Lieferung an den Endkunden noch breiter abzudecken.

HMS Bergbau plant zum Jahresende 2025 die **Mehrheitsbeteiligung (51%) an einer Kohlemine in Botswana (aktuell noch unter aufschiebender Bedingung) mit einem weiteren Shareholder Loan im mittleren einstelligen Mio.-EUR-Beitrag abzuschließen**. Dieses wird (genauso wie die bisherigen Kreditvereinbarungen) im Bilanzposten Forderungen ggü. verbundene Unternehmen verbucht, bis die Mehrheitsbeteiligung in der Bilanz der HMS Bergbau konsolidiert ist. Weitere Beteiligungen könnten folgen, sodass der Anteil der gesamten Handelsmenge aus eigenen Minen künftig im mittleren bis hohen einstelligen Prozentsatz liegen könnte. Die **Projektauswahl** erfolgt gezielt in der **Late-Stage-Phase**, also kurz vor Produktionsbeginn, wodurch Risiken reduziert werden. In den eigenen Minen arbeitet HMS eng mit **Dienstleistungsgesellschaften**, die auf Tagebau spezialisiert sind, zusammen. Die vertikale Integration hat den Vorteil, dass sich **signifikant höhere Bruttomargen** erzielen und die eigene Beschaffung absichern lassen.

Zudem hat sich HMS Bergbau eine Mehrheitsbeteiligung für eine Lithium/Kobalt-Mine in Kasachstan gesichert, die sich jedoch in einem sehr frühen Stadium befindet. Sollten die momentan durchgeführten Testbohrungen erfolgreich sein, könnte HMS Bergbau sich mittelfristig auch in diesem Bereich stärker positionieren und die eigenen Erlöse aus Rohstoffen wie Lithium und Kobalt weiter erhöhen. Aufgrund des sehr frühen Projektstadiums berücksichtigen wir Umsatzbeiträge aus dieser Beteiligung nur geringfügig, was sich bei erfolgreichem Projektverlauf jedoch ändern würde.

Kundengruppen

Die Kundengruppe von HMS Bergbau lässt sich grob in zwei Segmente unterteilen, die sich in Größe, Bedarf und Beschaffungsprozessen deutlich unterscheiden.

1. Mittelständische Industrie- und Energieunternehmen in Schwellenländern

Diese Gruppe bildet den Kern der HMS-Kundschaft. Sie umfasst kleinere Zementwerke oder Industrieunternehmen in Märkten wie Südostasien und Indien, die nur ein begrenztes Importvolumen benötigen – oft wenige Schiffsladungen pro Jahr. Da sie keinen direkten Zugang zu den großen internationalen Kohlehändlern oder Produzenten haben, sind sie in besonderem Maße auf Intermediäre angewiesen. HMS bietet diesen Kunden nicht nur den Zugang zum Weltmarkt, sondern übernimmt auch Transport, Dokumentation und Finanzierung. Für diese Unternehmen ist die "One-Stop-Shop"-Lösung von HMS essenziell, da sie selbst nicht über die notwendigen Kapazitäten verfügen, um internationale Handelsketten effizient zu managen.

2. Große Energieversorger (staatlich oder privat) über Ausschreibungen

Neben dem Mittelstand beliefert HMS auch staatliche und private Energieversorger, die ihren Kohlebedarf über internationale Ausschreibungen abwickeln. In diesem Segment treten HMS' Wettbewerber in Form großer Händler und Produzenten direkt auf. HMS gelingt es dennoch, in ausgewählten Märkten Fuß zu fassen. Dies unterstreicht die Fähigkeit von HMS, sich auch gegen internationale Branchengrößen durchzusetzen und stabile Lieferbeziehungen mit Großkunden aufzubauen.

Die Kombination aus Mittelstandskunden, die eine enge Betreuung und flexible Services nachfragen, und großen Versorgern, die verlässliche Partner für umfangreiche Lieferungen benötigen, verleiht HMS ein diversifiziertes Geschäftsmodell. Während das Mittelstandsgeschäft eine stabile Basis bietet, eröffnet die Teilnahme an Ausschreibungen die Chance auf zusätzliches Volumen und Wachstum.

Entwicklungsperspektive außerhalb des Kerngeschäfts Kohle

Die jahrzehntelange Handelsexpertise im Bereich Kohle verschafft HMS Bergbau eine solide Grundlage, um in weitere Rohstoffsegmente zu expandieren. Das Unternehmen verfügt über ein globales Netzwerk von Produzenten, Abnehmern und Logistikpartnern, das nicht nur für Kohle, sondern auch für andere Rohstoffe nutzbar ist. Diese Fähigkeit, Handelsstrukturen und Marktkennntnisse auf neue Segmente zu übertragen, eröffnet HMS attraktive Wachstumsperspektiven auch außerhalb des traditionellen Kohlehandels.

Das größte Potenzial dürfte u.E. im Bereich **Flüssigbrennstoffe** bestehen. HMS Bergbau hat sich hierzu personalseitig gezielt verstärkt, um den Handel in diesem Bereich aufzubauen. Das Geschäftsmodell umfasst u.a. die **Flüssigbrennstoffvermittlung von Hafentankstellen zu einzelnen Schiffen**. Der Markt bietet **vergleichbare Margen wie im Kohlehandel**, zeichnet sich jedoch durch **deutlich höhere Transaktionsfrequenz** aus und dürfte zu einer **Diversifikation der Risiko- und Umsatzstruktur** im Gesamtportfolio beitragen. Für HMS sind insbesondere die **Häfen von Shanghai, Singapur, Korea, Dubai und Rotterdam** von strategischer Bedeutung, da sie zentrale Umschlagspunkte für Flüssigbrennstoffe darstellen. Nach Unternehmensangaben ist mittelfristig ein **hoher dreistelliger Millionenumsatz** in diesem Segment denkbar.

Darüber hinaus prüft HMS Bergbau langfristig den weiteren Ausbau des bisher eher opportunistisch betriebenen Handels mit **Massenschüttgütern wie Erzen und Zement** sowie mit zukunftsorientierten Rohstoffen wie **Lithium und Wasserstoff**. Diese Segmente befinden sich jedoch noch in einem **frühen Entwicklungsstadium**, und es ist derzeit nicht absehbar, ob sie langfristig für das Unternehmen eine bedeutende Rolle spielen werden. Nichtsdestotrotz eröffnen sie zusätzliche **optionale Wachstumsfelder** und unterstreichen die Strategie des Unternehmens, seine Handelskompetenz sukzessive auf neue Rohstoffsegmente zu übertragen.

Wettbewerbsposition der HMS Bergbau AG



Quelle: Montega

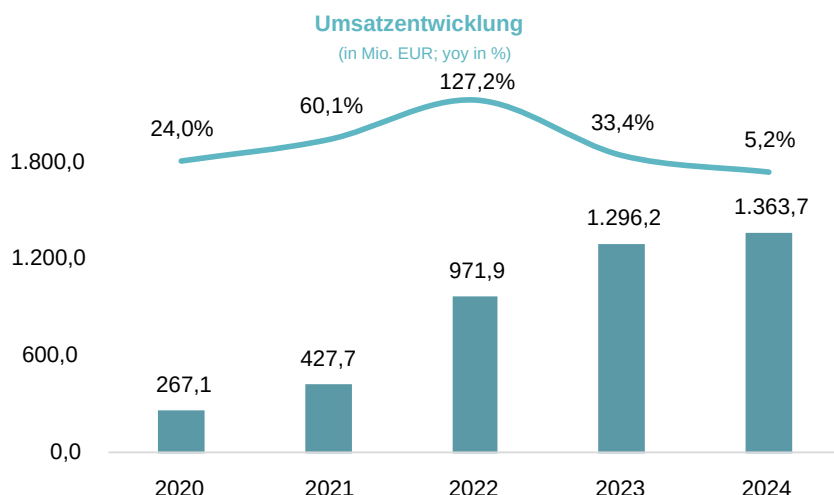
Vertikale Integration & Ausweitung der Handelstätigkeiten dürften zu Top Line-Anstieg und Margenexpansion führen



- Zusätzlicher Finanzierungsspielraum begünstigt Ausweitung des Kohlehandels, zudem Ramp Up des Flüssigbrennstoffhandels
- Vertikale Integration mit eigener Kohleproduktion dürfte Bruttomarge deutlich erhöhen
- Top Line-Anstieg und Kostendisziplin dürfte operative Marge ansteigen lassen

Die Umsatzentwicklung der HMS Bergbau AG war bis zum Geschäftsjahr 2020 durch eine vergleichsweise konstante Größenordnung in der Spanne 200–270 Mio. gezeichnet. Im Jahr 2021 setzte jedoch ein deutlicher Anstieg ein, der zu einer außergewöhnlich dynamischen Wachstumsphase führte. Auslöser war in erster Linie der sprunghafte Anstieg der Kohlepreise um rund 75%, getrieben von einer starken Nachfrageerholung nach der Corona-Pandemie, globalen Versorgungsengpässen sowie zunehmenden geopolitischen Spannungen. Mit dem Beginn des Russland-Ukraine-Kriegs im Februar 2022 intensivierte sich dieser Trend zusätzlich, da Europa und Teile Asiens ihre Energieversorgung kurzfristig neu ausrichten mussten.

Neben den Preisimpulsen konnte HMS auch von einer deutlich erweiterten Finanzierungsbasis profitieren. Durch die Ausweitung bestehender Handelskreditlinien mit Banken infolge des Kohlepreisanstiegs war das Unternehmen in der Lage, die gestiegenen Handelsvolumina operativ umzusetzen und zusätzliche Marktanteile zu gewinnen. Auch nach dem Peak im Kohlepreis blieben diese Kreditlinien ab 2023 bestehen, sodass HMS die Kapazität nutzen konnte, um das Handelsvolumen weiter auszuweiten. Damit gelang es, die rückläufige Preisentwicklung weitgehend zu kompensieren und den Umsatz stetig auszubauen. Insgesamt erzielte HMS im Zeitraum **2020 bis 2024 somit eine außergewöhnlich hohe CAGR von 50,3%.**



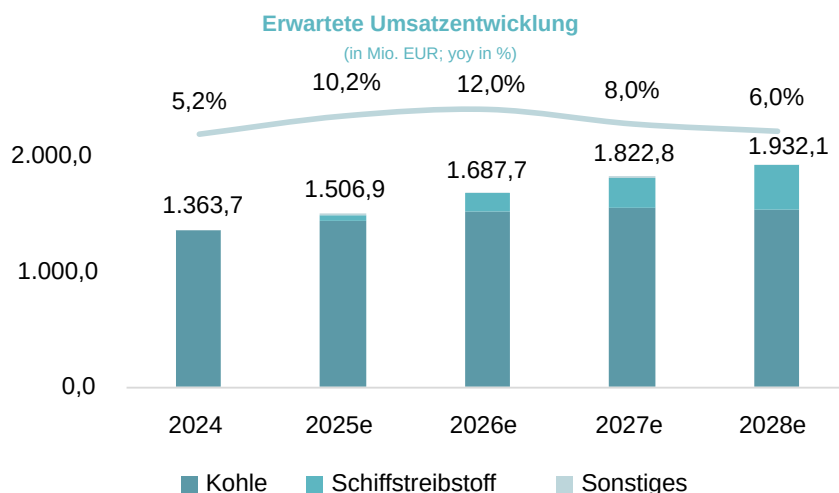
Quelle: Montega

Für 2025 **erwartet der Vorstand eine moderate Umsatzsteigerung von 10,0% yoy, was einem Erlösniveau von 1,5 Mrd. EUR** entspricht. Wir prognostizieren eine Zielerreichung leicht oberhalb dieser Marke (1.506,9 Mio. EUR), die maßgeblich von einer weiteren Ausweitung der Handelsaktivität im Kohlebereich sowie signifikant steigenden Umsätzen im Bereich Flüssigbrennstoffe gestützt wird. Der rückläufige Kohlepreis dürfte gegenläufig wirken und das Wachstum insgesamt dämpfen. Margenseitig avisiert HMS Bergbau ein konstantes EBITDA von rund 20 Mio. EUR (GJ 2024: 20,1 Mio. EUR).

Die Ende September vorgestellten HI-Ergebnisse bestätigen unserer Ansicht nach die Unternehmensprognose. Die Umsatzerlöse waren zwar aufgrund des gesunkenen Kohlepreises rückläufig (HI 2025: 643,0 Mio. EUR, -12,1% yoy), dies dürfte im zweiten Halbjahr jedoch durch ein höheres Handelsvolumen als Folge des höheren Finanzierungsvolumens sowie höheren Erlösen aus dem Handel von Flüssigbrennstoffen überkompensiert werden. Trotz des Top Line-Rückgangs konnten jedoch sowohl EBITDA (+5,2% yoy) als auch Nettoergebnis (+4,2% yoy) aufgrund einer gesteigerten Bruttomarge im Jahresvergleich verbessert werden.

Wir haben im **Zeitraum 2024 bis 2028 eine durchschnittliche Wachstumsrate von 9,1% angenommen**, die auf den folgenden Annahmen basiert:

1. **Anhaltende Ausweitung der Handelsvolumina im Bereich Kohle** aufgrund von zusätzlichem Finanzierungsvolumen bei zukünftig konstantem Preisniveau
2. Signifikanter **Ausbau des Bereichs Flüssigbrennstoffe** auf einen mittleren dreistelligen Mio.-EUR-Betrag zum Ende des Detailplanungszeitraums
3. Top Line-Beiträge aus den Bereichen Mineralien und Erneuerbare Energien prognostizieren wir aufgrund des frühen Stadiums nur im jährlich niedrig zweistelligen Mio.-EUR-Bereich

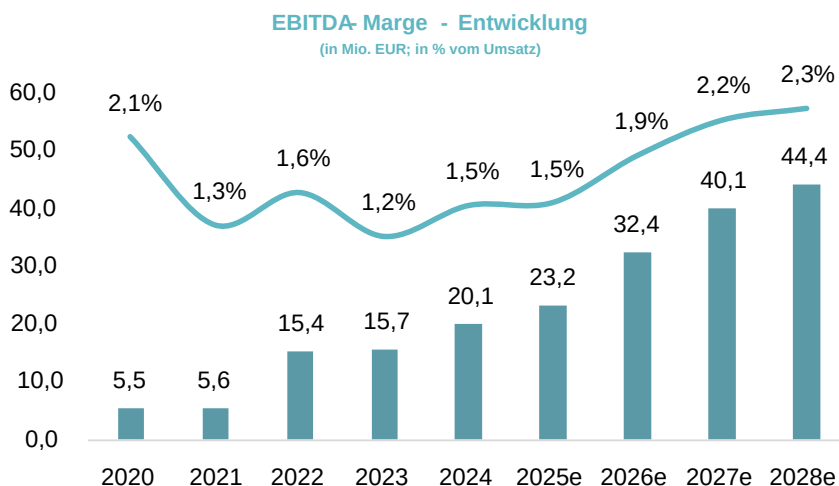


Quelle: Montega

Operative Marge dürfte überproportional ansteigen

Seit 2020 und damit dem Beginn der deutlichen Ausweitung der Geschäftstätigkeit wies HMS Bergbau als Handelsunternehmen trotz der signifikanten Umsatzsteigerung ein recht konstantes Margenprofil auf. Mit Rohertragsmargen von 2,8% bis 4,0% sowie operativen Margen von 1,2% bis 2,1% entsprachen diese einem typischen Handelsunternehmen mit geringer eigener Wertschöpfung. Zugleich zeigte sich in Phasen erhöhter Unsicherheit wie zu Beginn der Coronakrise (2020: 4,0% Rohertrag bei 2,1% EBITDA-Marge) und während der Verwerfungen am Rohstoffmarkt im ersten Jahr des Russland-Ukraine-Kriegs (2022: 1,6% EBITDA-Marge), dass HMS Bergbau hier deutlich höhere Margen erzielte.

Für das Jahr 2025 peilt der Vorstand eine EBITDA-Marge von 1,3% an. Modellseitig haben wir uns mit einer operativen Marge von 1,5% leicht oberhalb dieser positioniert. Dies reflektiert den deutlich höheren Rohertrag aus dem erwarteten Top Line-Wachstum und einer gesteigerten Bruttomarge, während höhere Personalkosten aufgrund des Ausbaus des Flüssigbrennstoff-Teams sowie steigende sonstige betriebliche Aufwendungen (sbA) gegenläufig wirken. In den Folgejahren erwarten wir eine signifikante Ausweitung des operativen Gewinns, der insbesondere aufgrund des steigenden Rohertrags zustande kommen sollte, während Personalaufwendungen und sbA unterproportional ansteigen dürften. Zum **Ende des Detailplanungszeitraums im Jahr 2028 dürfte sich dies in einem EBITDA von über 40 Mio. EUR und einer operativen Marge von ca. 2,3% widerspiegeln.**



Quelle: Unternehmen, Montega

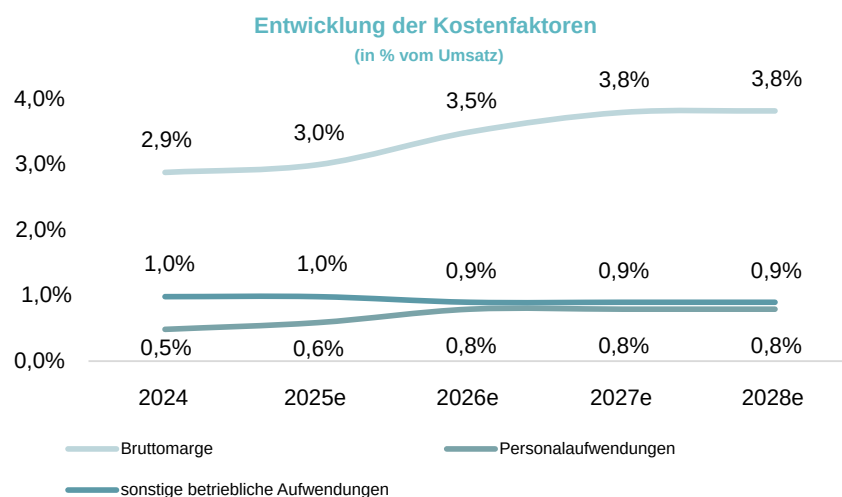
Bruttomarge und Kostenfaktoren

Die Bruttomarge von HMS Bergbau bewegt sich als klassisches Handelsunternehmen seit Jahren auf einem konstant niedrigen Niveau von rund **3%**. In Phasen hoher Marktunsicherheit, wie im Jahr 2020 im Zuge der COVID-19-Pandemie und der damit verbundenen Lieferkettenstörungen, konnte temporär eine leicht höhere Marge realisiert werden. Strukturell sind die Margen im internationalen Kohlehandel jedoch eng begrenzt, da Kohle ein relativ homogenes Massengut ist und der Wettbewerb stark preisgetrieben verläuft.

Ein signifikanter Hebel für die Margenentwicklung ergibt sich aus der geplanten **vertikalen Integration**. Ab 2026 will HMS mit der eigenen Mehrheitsbeteiligung (51%) an einer Kohlemine in Botswana die Produktion starten. Als Produzent könnte das Unternehmen selbst nach Abzug der Kosten für externe Dienstleister im Tagebau **Bruttomargen von 30%+** erzielen, womit sich ein deutlich höheres Profitabilitätspotenzial im Vergleich zum reinen Handelsgeschäft ergibt. Auch wenn die geplante Eigenproduktion zunächst nur einen mittleren einstelligen Prozentanteil am gesamten Handelsvolumen ausmacht, dürfte dies die **Konzernbruttomarge bereits spürbar auf rund 3,9% im Jahr 2028** anheben. Mit einer schrittweisen Ausweitung der Produktionsaktivitäten bestünde darüber hinaus mittelfristig weiteres Potenzial für eine zusätzliche Margensteigerung.

Unterhalb des Bruttoergebnisses sind vor allem die Entwicklung der **Personalkosten** und sonstigen betrieblichen Aufwendungen relevant für das operative Ergebnis. Die Personalkosten umfassen neben den Grundgehältern einen vergleichsweise hohen variablen Anteil, der sich aus erfolgsabhängigen Prämien zusammensetzt, die sich am Bruttogewinn einzelner Transaktionen orientieren. Dies zeigte sich auch an den von 2,3 Mio. EUR auf 7,2 Mio. EUR gestiegenen Personalaufwendungen im Zeitraum 2020 bis 2024, während die Mitarbeiteranzahl nahezu konstant blieb. Daher dürften die Kosten in diesem Bereich auch zukünftig mit steigenden Roherträgen aus dem Handelsgeschäft weiter ansteigen. Zudem dürfte der Ausbau der Geschäftsaktivitäten im Bereich Flüssigbrennstoffe zu weiteren Personalkostensteigerungen führen. HMS Bergbau hat hier im September 2025 verkündet, ein erfahrenes Team von knapp 20 Mitarbeitern für diesen Bereich akquiriert zu haben. Dementsprechend erwarten wir insbesondere im Geschäftsjahr 2026, aber auch für das letzte Quartal 2025, eine sprunghafte Steigerung im Personalkostenbereich. **Ab dem Jahr 2027 erwarten wir hingegen nur moderat steigende Personalaufwendungen**, sodass die Kostenquote in etwa konstant bei 0,8% vom Umsatz bleibt.

Der weit überwiegende Teil der **sonstigen betrieblichen Aufwendungen** bezieht sich auf Vermittlungsprovisionen, Berater- und Anwaltskosten sowie Währungsverluste. Da die HMS Bergbau mit einem relativ schlanken Team – welches überwiegend aus Händlern und Operators besteht – arbeitet, sind diese Aufgaben größtenteils extern ausgelagert worden. Im laufenden Jahr dürfte die HMS hierbei einen leichten Anstieg auf 14,5 Mio. EUR verzeichnen, der u.a. der Anleiheplatzierung im Mai sowie einer weiteren Ausweitung externer Services geschuldet ist. Auch hier erwarten wir nach dem leichten Anstieg im laufenden Geschäftsjahr **nur eine moderate absolute Steigerung in den Folgejahren**, sodass die sbA-Quote bis zum Jahr 2028 auf rund 0,9% sinken dürfte.



Quelle: Unternehmen, Montega

Finanzierung

Die Zinsaufwendungen von HMS Bergbau lagen in den vergangenen Jahren auf einem vergleichsweise niedrigen Niveau von etwas über **1,0 Mio. EUR** jährlich. Mit der im Mai 2025 erfolgreich platzierten Unternehmensanleihe über **50 Mio. EUR** zu einem Zinssatz von **10%** steigen die Finanzierungskosten jedoch deutlich an. Bereits im laufenden Jahr dürften sich die Zinsaufwendungen auf rund **3,0 Mio. EUR** erhöhen, bevor sie im Jahr 2026 infolge der ganzjährigen Zinswirkung der neuen Anleihe einen Höchststand von etwa **5,7 Mio. EUR** erreichen.

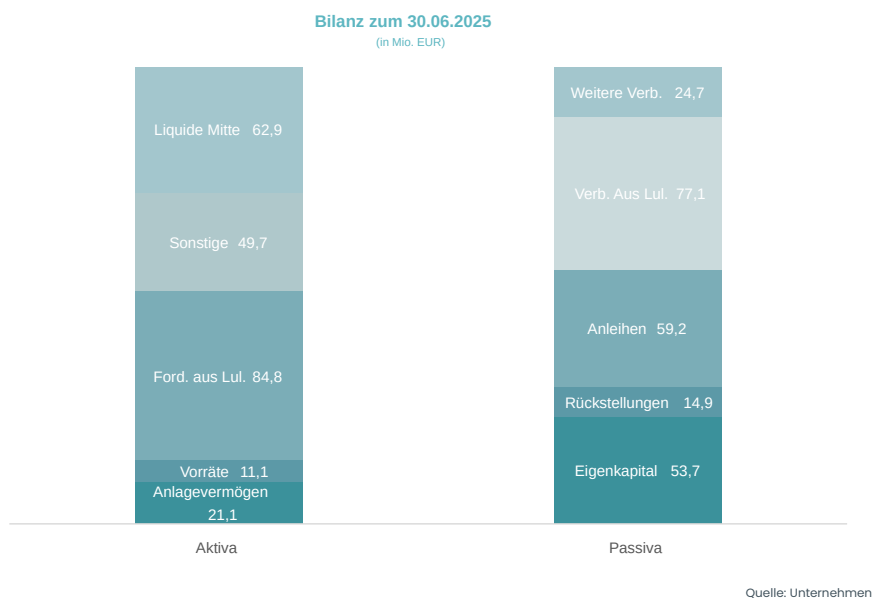
Anschließend dürften die Zinskosten jedoch zurückgehen, da 2027 die im Jahr 2020 begebene, privatplatzierte Anleihe über 8 Mio. EUR zu einem Zinssatz von 6% ausläuft. Nach deren Fälligkeit dürften die jährlichen Zinsaufwendungen wieder etwas sinken, sodass die Finanzierungskosten ab diesem Zeitpunkt eine geringere Belastung der Ergebnisrechnung darstellen.

Bilanz durch Working Capital-Positionen geprägt

Die **Bilanzstruktur der HMS Bergbau entspricht in weiten Teilen der eines typischen Rohstoffhandelsunternehmens**. So entfiel in 2024 nur ein kleiner Teil iHv. 21,1 Mio. EUR (ca. 9,2% der Bilanzsumme) auf das Anlagevermögen. Aufgrund der Strukturierung der Handelsgeschäfte, bei denen die HMS Bergbau keine Lagerhaltung im eigentlichen Sinne betreibt, sondern zeitgleich die Lieferanten- und Kundenverträge abschließt, fällt auch der Vorratsbestand mit 11,1 Mio. EUR im Vergleich zur Umsatzhöhe im Milliardenbereich sehr niedrig aus. Die beiden wichtigsten Posten auf der Aktivseite sind zum einen der komfortable **Kassenbestand, der nach Emission der Anleihe zum Halbjahr 2025 bei 62,9 Mio. EUR** lag, sowie die Forderungen iHv. 126,2 Mio. EUR, die maßgeblich von den Forderungen aus Lieferungen und Leistungen (84,8 Mio. EUR; 36,9% der Bilanzsumme) geprägt sind.

Auf der Passivseite stand für den Konzern eine für ein Handelsunternehmen **solide Eigenkapitalquote von 23,4%** zu Buche. Neben Rückstellungen iHv. 14,9 Mio. EUR stellen insbesondere die Verbindlichkeiten die größte Position dar. Als Gegenposition zu den Forderungen auf der Aktivseite sind auf der Passivseite Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen in ähnlicher Höhe (77,1 Mio. EUR; 33,6% der Bilanzsumme) zu finden. Weitere relevante Positionen sind die privatplatzierte Anleihe mit einem Bilanzwert von 9,2 Mio. EUR, die kurz zuvor emittierte Anleihe im Volumen von 50 Mio. EUR und kurzfristige Bankverbindlichkeiten von 21,3 Mio. EUR.

Mit einer Nettocashposition von 3,0 Mio. EUR sowie der soliden EK-Quote weist HMS Bergbau damit eine hohe Bilanzqualität aus und ist daher u.E. auch für mögliche zyklische Schwächephase gut aufgestellt.



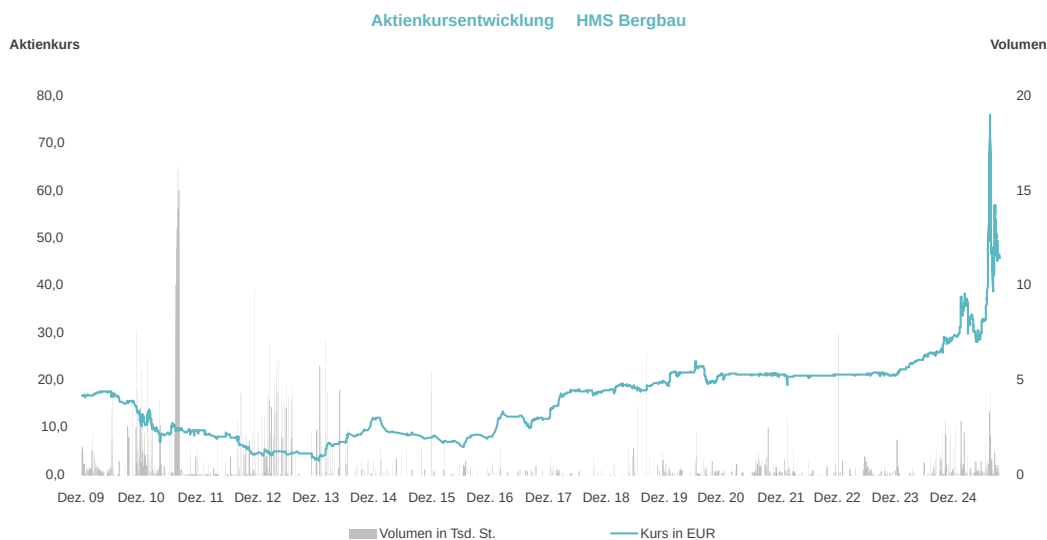
Ergebniswachstum dürfte zu deutlich steigenden Free Cashflows führen

Der Free Cashflow der HMS Bergbau ist insbesondere von dem operativen Ergebnis abhängig, während sich Working-Capital-Veränderungen aufgrund der zuvor beschriebenen Transaktionsabwicklung nur geringfügig bemerkbar machen, da die Forderungen und Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen sich nahezu im Gleichschritt bewegen und die Vorräte nur eine untergeordnete Rolle spielen. Im vergangenen Geschäftsjahr konnte somit ein Cashflow aus operativer Tätigkeit von 8,5 Mio. EUR erzielt werden, der im Detailplanungszeitraum bis auf 28,7 Mio. EUR im Jahr 2028 ansteigen dürfte. Die CAPEX dürften mit der Konsolidierung der Kohlemine in Botswana vom aktuell niedrigen Level auf etwas über 1 Mio. EUR jährlich ansteigen, jedoch weiterhin eine eher untergeordnete Rolle spielen. Der Free Cashflow dürfte damit auf 27,4 Mio. EUR bzw. 5,96 EUR je Aktie im Jahr 2028 ansteigen. Auf der Finanzseite dürften die Aufwendungen wie bereits im vorigen Kapitel erläutert aufgrund der Anleiheemission Mitte 2025 signifikant zunehmen und im kommenden Geschäftsjahr den Peak i.H.v. 5,7 Mio. EUR erreichen.

Wachstumsdynamik & Margenexpansion als Treiber der Aktienentwicklung

Die Kursentwicklung der HMS Bergbau-Aktie war in der Vergangenheit von starken Schwankungen und einer unstetigen Entwicklung geprägt, bis sich Ende 2023 ausgehend von einem Kursniveau im Bereich knapp über 20 EUR je Aktie ein spürbarer Aufwärtstrend entwickelte. Der positive Trend konnte bis zuletzt unter deutlichen Schwankungen aufrecht erhalten werden, sodass die Aktie aktuell oberhalb von 40 EUR liegt. Die starke operative Entwicklung in den vergangenen Jahren mit einer deutlichen Ausweitung von Top und Bottom Line sowie die jüngste Anleiheplatzierung trug wesentlich zu dem gestiegenen Interesse an der Aktie bei.

Damit die Aktie auch in den Folgejahren noch weiteres Potenzial nach oben hat, müsste HMS Bergbau den neuen finanziellen Spielraum aus der Anleiheemission für eine Ausweitung der Geschäftstätigkeit nutzen und die Umsätze im Bereich Flüssigbrennstoffe mittelfristig auf ein dreistelliges Mio.-EUR-Niveau bringen. Durch die steigenden Umsätze sowie die vertikale Integration würde der höhere Rohertrag sowohl die leicht steigenden Personalkosten und sonstige betriebliche Aufwendungen als auch die höheren Zinskosten überkompensieren. So könnte HMS Bergbau insbesondere in der mittelfristigen Zeitspanne die aktuellen Marktschätzungen signifikant übertreffen, was den Kurs u.E. positiv beeinflussen dürfte. Zudem erwarten wir in den kommenden Jahren eine Steigerung der Dividende auf bis zu 1,70 EUR zum Ende des Prognosezeitraums, die als zusätzliches Kaufargument für dividendenorientierte Investoren wirken könnte.



Quelle: CapitalIQ

Fazit

HMS Bergbau blickt auf eine erfolgreiche Geschäftsentwicklung in den vergangenen Jahren zurück, die von einer Ausweitung des Handelsvolumens und einem deutlich steigenden operativen Ergebnis geprägt war. Zugleich konnte das Unternehmen die Grundlage legen, um mit der geplanten Mehrheitsbeteiligung in Botswana in den kommenden Monaten den nächsten Schritt zu gehen und die vertikale Integration zu forcieren. Dies könnte zu einer Steigerung der Rohertragsmarge vom aktuell typisch niedrigen Niveau eines Handelsunternehmens führen. Folglich würde auch das operative Ergebnis in den kommenden Jahren signifikant wachsen und die EBITDA-Marge mittelfristig über 2,0% vom Umsatz erreichen.

Diesen Meilenstein erwarten wir erstmalig im Jahr 2027, während die Top Line-Wachstumsrate bis zu diesem Zeitpunkt im hohen einstelligen bis niedrig zweistelligen Bereich liegen dürfte. Bei einem EV/EBIT 2026e von 8,0 ist das Unternehmen u.E. attraktiv bewertet. Folglich nehmen wir HMS Bergbau mit der Empfehlung "Kaufen" und einem Kursziel von 72,00 Euro in unsere Coverage auf.

SWOT

Die HMS Bergbau AG profitiert von einer breiten Lieferantenbasis, jahrzehntelanger Handelserfahrung und ersten hochmargigen Eigenproduktionen, bleibt jedoch weiterhin vom vergleichsweise margenschwachen Kohlehandel abhängig. Gleichzeitig dürften Diversifikationsinitiativen in Flüssigbrennstoffe, Metalle und Erneuerbare die Resilienz mittelfristig erhöhen, erfordern jedoch teilweise Anfangsinvestitionen. Chancen liegen vor allem im Ausbau der Eigenproduktion sowie in der wachsenden Nachfrage aus Schwellenländern, während regulatorischer Druck, volatile Rohstoffpreise und intensiver Wettbewerb zentrale Risiken darstellen.

Stärken

- **Diversifizierte Lieferantenstruktur:** Mischung aus etablierten Minenbetreibern und Kohlehändlern schafft Flexibilität und Risikostreuung.
- **Eigene Minenbeteiligungen mit hoher Marge:** Beteiligungen an Minen in Botswana und zukünftig weiteren Ländern mit signifikant höheren Bruttomargen im Vergleich zu Handelsmargen von 3%.
- **Erfahrung im Rohstoffhandel & Know-how im internationalen Geschäft:** Jahrzehntelange Marktpräsenz und globale Handelsstruktur.
- **Logistikkompetenz & Risikomanagement:** Logistik-Expertise über See- und teilweise Landtransport; Risiken werden über Verträge und Versicherungen kontrolliert.
- **Langfristige Kundenbeziehungen mit Mittelständlern:** Besonders enge und vertrauensbasierte Partnerschaften mit mittelständischen Abnehmern in Schwellenländern, die auf stabile Versorgung und persönliche Betreuung angewiesen sind.

Schwächen

- **Geringe Marge im Handelsgeschäft:** Das Handelsgeschäft ist margenschwach und stark vom Wettbewerb geprägt.
- **Hohe Abhängigkeit vom Kohlemarkt:** Schwerpunkt auf fossilen Energieträgern macht das Geschäftsmodell mittelfristig verwundbar durch Energiewende und ESG-Kriterien.
- **Kundenstruktur teilweise wechselhaft:** Große Kundenfluktuation durch Ausschreibungen bei Großkunden.
- **Begrenzte vertikale Integration:** Bisher weniger als 10% des Handelsvolumens aus Eigenproduktion – Abhängigkeit von Dritten aktuell hoch.
- **Kapitalintensive Expansion in Eigenproduktion:** Beteiligungen an Minen erfordern signifikante Vorabinvestitionen.

Chancen

- **Ausbau der Eigenproduktion:** Weitere Beteiligungen oder Exklusivverträge können Marge und Unabhängigkeit steigern.
- **Diversifikation durch neue Rohstoffe & Energieträger:** Einstieg in Flüssigbrennstoffe, Erze, Zement, Lithium oder Wasserstoff schafft mittelfristige Diversifikation und Resilienz gegen den langfristigen Rückgang der Kohlenachfrage.
- **Wachstum in Schwellenmärkten & Infrastrukturprojekten:** Höherer Energiebedarf in Afrika und Asien sowie Infrastrukturausbau könnten Nachfrage nach Kohle und anderen Massenschüttgütern steigern.
- **Neue Geschäftsfelder im maritimen Logistikbereich:** Ausbau der Tanker Fuel-Sparte an internationalen Häfen mit Skalierungspotenzial im dreistelligen Mio.-Bereich.

Risiken

- **Politischer & regulatorischer Druck auf Kohlehandel:** Nationale und internationale Regulierungen gegen fossile Brennstoffe könnten Geschäftsmodell beeinträchtigen.
- **Volatile Rohstoffpreise & Marktunsicherheiten:** Preiszyklen und geopolitische Spannungen können Lieferketten stören und zu Ergebnisvolatilität führen.
- **Kapitalrisiken durch Minenbeteiligungen:** Investitionen in Produktionsprojekte sind risikobehaftet und trotz des Late-Stage-Einstiegs mit Vorlaufzeiten verbunden.
- **Starker Wettbewerb im Logistik- und Handelsgeschäft:** Hoher Wettbewerbsdruck im internationalen Rohstoffhandel, insbesondere auf Seewegen, begrenzt das Margenpotenzial.
- **Logistikrisiken in geopolitisch sensiblen Regionen:** Die Nutzung von Häfen und Transportinfrastruktur in politisch instabilen Ländern birgt Risiken für die Zuverlässigkeit der Lieferketten. Unsichere staatliche Rahmenbedingungen, unzureichende Infrastruktur oder kurzfristige Zugangsrestriktionen können zu Verzögerungen oder Lieferausfällen führen.

Bewertung

Wir haben die Bewertung von HMS Bergbau anhand eines DCF-Modells durchgeführt und zur Plausibilisierung eine Peergroup-Analyse herangezogen. Die Annahmen des DCF-Modells und die Peergroup werden im Folgenden dargestellt.

DCF-Modell

Das DCF-Modell reflektiert die erwartete operative Entwicklung von HMS Bergbau, die durch leicht steigende Handelsaktivitäten im Kohlesegment sowie einem signifikanten Ausbau der Aktivitäten im Bereich Flüssigbrennstoffe in den mittleren dreistelligen Mio.-EUR-Bereich getrieben wird. Risiken ergeben sich aus der Abhängigkeit von der Kohleindustrie, die langfristig aufgrund von Umweltaspekten und dem Voranschreiten der Erneuerbaren Energien eine rückläufige Entwicklung nehmen dürfte, sowie einem langsamer als erwarteten Ramp-Up im Bereich Flüssigbrennstoffe. Dies würde zu einer geringeren Anzahl an Handelstransaktionen und einem geringeren Bruttogewinn führen.

Die Modellannahmen berücksichtigen zudem die Chancen durch die Diversifikation des Geschäftsmodells und der künftig höheren Bedeutung des Bereichs Flüssigbrennstoffe sowie die Steigerung der Bruttomarge durch die vertikale Integration. Das laufende Geschäftsjahr betrachten wir durch den Ramp-Up des Bereichs Flüssigbrennstoffe inkl. der entsprechenden Personalkostensteigerungen sowie der Steigerung der sonstigen betrieblichen Aufwendungen als Übergangsjahr, in dem die operative Marge leicht rückläufig sein dürfte, bis im kommenden Geschäftsjahr die höheren Umsatzerlöse und die steigende Bruttomarge ihre Wirkung entfalten kann.

Insgesamt erwarten wir ein Wachstum der Erlöse mit einer CAGR von 9,1% im mittelfristigen Prognosezeitraum (2024 bis 2028e). Langfristig haben wir einen sukzessiven Rückgang der Wachstumsraten unterstellt. Zur Ermittlung des Terminal Value wurde eine ewige Wachstumsrate von 2,0% verwendet. Ergebnisseitig gehen wir davon aus, dass die sukzessive Steigerung der Bruttomarge und die unterdurchschnittlich wachsenden operativen Kosten zu einer Verbesserung der EBITDA-Marge auf einen Wert iHv. 2,3% im Jahr 2028 führen.

Das verwendete Beta von 1,6 reflektiert die inhärenten Risiken des Geschäftsmodells mit dem Schwerpunkt Kohlehandel sowie die Risiken durch den Aufbau des neuen Geschäftszweigs. Zudem besteht insbesondere auf der Top Line ein erhebliches Abhängigkeitspotenzial von externen Faktoren wie dem Kohlepreis und der Konjunktur in ausgewählten Zielmärkten, die auf die Kohlenachfrage wirkt. Die risikolose Rendite wird auf Basis langfristiger, festverzinslicher Wertpapiere mit 2,5% angenommen. Für die Marktrendite werden 9,0% unterstellt, was insgesamt zu einer Risikoprämie von 6,5% führt. Unter Annahme einer langfristigen Fremdkapitalquote von 50% bei einem Fremdkapitalzins iHv. 10,0% ergibt sich ein WACC von 9,83%. Für die HMS Bergbau AG ermittelt sich somit aus dem DCF-Modell ein fairer Wert je Aktie von 72,00 Euro.

DCF Modell

Angaben in Mio. EUR

	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	Terminal Value
Umsatz	1.506,9	1.687,7	1.822,8	1.932,1	2.028,7	2.109,9	2.173,2	2.216,6
Veränderung	10,5%	12,0%	8,0%	6,0%	5,0%	4,0%	3,0%	2,0%
EBIT	22,5	31,6	39,2	43,5	44,6	44,3	45,6	46,5
EBIT-Marge	1,5%	1,9%	2,2%	2,3%	2,2%	2,1%	2,1%	2,1%
NOPAT	15,7	22,1	27,4	30,9	32,1	32,3	33,8	34,9
Abschreibungen	0,7	0,9	0,9	0,9	0,9	1,3	1,4	1,5
in % vom Umsatz	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%
Liquiditätsveränderung								
- Working Capital	-9,8	-0,8	-0,6	-0,3	4,9	-0,2	0,2	-0,6
- Investitionen inkl. Leasing	-0,9	-1,1	-1,2	-1,3	-1,4	-1,4	-1,5	-1,5
Investitionsquote	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Übriges		-1,5	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0
Free Cash Flow (WACC-Modell)	5,7	19,5	24,5	28,2	34,6	30,4	32,2	32,5
WACC	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%
Present Value	5,5	17,2	19,7	20,6	23,0	18,5	17,8	209,1
Kumuliert	5,5	22,8	42,5	63,1	86,1	104,6	122,4	331,5

Wertermittlung (Mio. EUR)

Total present value (Tpv)	331,5
Terminal Value	209,1
Anteil vom Tpv-Wert	63%
Verbindlichkeiten	39,4
Liquide Mittel	39,6
Eigenkapitalwert	331,8

Aktienzahl (Mio.)	4,59
Wert je Aktie (EUR)	72,26
+Upside / -Downside	51%
Aktienkurs (EUR)	48,00

Modellparameter

Fremdkapitalquote	50,0%
Fremdkapitalzins	10,0%
Marktrendite	9,0%
risikofreie Rendite	2,50%

Beta	1,60
WACC	9,8%
ewiges Wachstum	2,0%

Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen

Kurzfristiges Umsatzwachstum	2025-2028	8,6%
Mittelfristiges Umsatzwachstum	2025-2031	6,3%
Langfristiges Umsatzwachstum	ab 2032	2,0%
Kurzfristige EBIT-Marge	2025-2028	1,9%
Mittelfristige EBIT-Marge	2025-2031	2,0%
Langfristige EBIT-Marge	ab 2032	2,1%

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

		ewiges Wachstum				
WACC		1,25%	1,75%	2,00%	2,25%	2,75%
10,33%		64,26	66,48	67,69	68,97	71,78
10,08%		66,21	68,60	69,90	71,29	74,35
9,83%		68,28	70,85	72,26	73,77	77,09
9,58%		70,48	73,26	74,78	76,42	80,04
9,33%		72,81	75,82	77,48	79,26	83,22

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

		EBIT-Marge ab 2032e				
WACC		1,60%	1,85%	2,10%	2,35%	2,60%
10,33%		57,11	62,40	67,69	72,98	78,27
10,08%		58,81	64,36	69,90	75,45	80,99
9,83%		60,63	66,45	72,26	78,08	83,90
9,58%		62,56	68,67	74,78	80,90	87,01
9,33%		64,63	71,05	77,48	83,91	90,34

Quelle: Montega

Peergroup-Vergleich

Die Peergroup von HMS Bergbau umfasst börsennotierte Unternehmen, die im Bereich Kohleproduktion, -handel und Energie tätig sind. **Glencore plc** ist ein global agierendes Rohstoffunternehmen mit starkem Fokus auf den Handel von Kohle, Öl und Metallen sowie eigenen Kohleminen in Australien, Südafrika und Kolumbien. **Alpha Metallurgical Resources, Inc.** ist ein US-amerikanischer Produzent metallurgischer Kohle, die vor allem für die Stahlherstellung genutzt wird, mit Exporten in internationale Märkte. **Peabody Energy Corp.** ist der größte privatwirtschaftliche Kohleproduzent der USA und vertreibt sowohl thermische als auch metallurgische Kohle international, ergänzt durch eigene Handelsaktivitäten. **Foresight Energy, LLC** fördert thermische Kohle im Illinois Basin und beliefert überwiegend US-amerikanische Kraftwerksbetreiber, wobei der Fokus auf Produktion und Logistik liegt. **Hallador Energy Company** produziert thermische Kohle in Indiana und Illinois und betreibt ergänzend Energieerzeugungsaktivitäten. **Whitehaven Coal Limited** ist ein australischer Kohleproduzent, der einen Großteil seiner thermischen und metallurgischen Kohle nach Asien exportiert und dabei auch eigene Exportinfrastruktur nutzt.

HMS Bergbau ist als Kohlehandelsunternehmen in Deutschland tätig und baut sein Geschäft künftig um den Bereichen **Flüssigbrennstoffe** sowie **eigener Kohleförderung** aus. Damit positioniert sich das Unternehmen sowohl entlang der Wertschöpfungskette von Produktion über Handel bis hin zu Energieträgern für den internationalen Transportmarkt. Die Peergroup illustriert die Spannbreite möglicher Geschäftsmodelle im Bereich fossiler Rohstoffe, von reinen Produzenten über integrierte Handels- und Produktionsunternehmen bis hin zu globalen Rohstoffhandelskonzernen.

Die Peergroup-Analyse offenbart, dass die HMS Bergbau-Aktie aktuell im Vergleich zur Peergroup je nach Bewertungsparameter entweder mit einem starken Abschlag oder mit einem deutlichen Premium notiert. Dies spiegelt die signifikanten Unterschiede zur Peergroup wieder, die daher u.E. wenig aussagekräftig ist. So ist das Umsatzmultiple als Händler naturgemäß deutlich niedriger im Vergleich zu Kohleproduzenten, die einen Großteil der Peergroup ausmachen, während das EV/EBITDA bei HMS Bergbau deutlich höher liegt. Hinsichtlich EV/EBIT und KGV zeigt sich hingegen wieder eine Bewertung, die in etwa der Peergroup entspricht. Insgesamt kann jedoch festgehalten werden, dass die Peergroup im aktuellen Stadium der HMS Bergbau keine relevante Rolle für die Bewertung spielen sollte.

Peergroup HMS Bergbau AG

Unternehmen	Kurs (LW)	EV / Umsatz				Umsatzwachstum yoy			
		2024	2025e	2026e	2027e	2024	2025e	2026e	2027e
Glencore plc	3,49	0,3	0,3	0,3	0,3	6,0%	1,3%	- 1,2%	3,9%
Alpha Metallurgical Resources, Inc.	169,60	0,6	0,8	0,7	0,7	- 14,4%	- 25,7%	22,4%	1,6%
Peabody Energy Corporation	32,00	0,9	1,0	0,9	0,9	- 14,4%	- 10,8%	18,4%	- 0,8%
Foresight Group Holdings Limited	4,82	3,7	3,4	3,1	2,8	18,5%	9,0%	9,4%	12,5%
Hallador Energy Company	19,28	2,2	2,0	1,9	1,5	- 36,3%	9,5%	5,6%	21,2%
Whitehaven Coal Limited	6,70	1,7	1,1	1,3	1,1	- 36,9%	52,5%	- 12,4%	10,4%
Median		1,3	1,1	1,1	1,0	- 14,4%	5,1%	7,5%	7,1%
HMS Bergbau AG	47,60	0,2	0,2	0,1	0,1	5,2%	10,5%	12,0%	8,0%
Potenzial/Differenz		609%	542%	618%	635%	19,6 PP	5,4 PP	4,5 PP	0,9 PP
Fairer Wert je Aktie		377,42	341,17	382,35	391,36				

Unternehmen	EV (Mio. LW)	EV / EBITDA				EBITDA- Marge			
		2024	2025e	2026e	2027e	2024	2025e	2026e	2027e
Glencore plc	67.219	4,7	5,3	4,2	3,9	6,2%	5,4%	6,9%	7,1%
Alpha Metallurgical Resources, Inc.	1.867	4,6	12,6	4,4	4,7	42,0%	40,4%	41,7%	43,6%
Peabody Energy Corporation	3.866	4,4	9,2	4,9	4,8	4,1%	9,4%	17,6%	16,3%
Foresight Group Holdings Limited	526	8,9	8,5	7,5	6,4	36,6%	23,2%	21,1%	25,4%
Hallador Energy Company	875	52,2	21,0	10,6	9,5	17,2%	10,3%	17,6%	17,1%
Whitehaven Coal Limited	6.419	4,6	4,7	6,0	4,5	1,5%	1,4%	1,8%	2,1%
Median		4,6	8,8	5,4	4,8	11,7%	9,8%	17,6%	16,7%
HMS Bergbau AG	249	12,4	12,1	8,3	6,7	1,5%	1,4%	1,8%	2,1%
Potenzial/Differenz		- 63%	- 27%	- 35%	- 29%	- 10,2 PP	- 8,5 PP	- 15,8 PP	- 14,6 PP
Fairer Wert je Aktie		13,58	32,82	28,69	31,97				

Unternehmen	EV (Mio. LW)	EV/EBIT				EBIT- Marge			
		2024	2025e	2026e	2027e	2024	2025e	2026e	2027e
Glencore plc	67.219	9,7	13,4	8,4	7,2	3,0%	2,1%	3,5%	3,9%
Alpha Metallurgical Resources, Inc.	1.867	8,2	neg.	5,9	19,4	7,7%	- 1,4%	11,7%	3,5%
Peabody Energy Corporation	3.866	8,7	neg.	6,8	10,0	10,5%	- 0,7%	12,7%	8,7%
Foresight Group Holdings Limited	526	11,7	11,7	8,5	7,1	31,9%	29,2%	36,6%	38,8%
Hallador Energy Company	875	neg.	23,2	19,4	17,5	- 0,1%	8,5%	9,6%	8,8%
Whitehaven Coal Limited	6.419	13,4	8,6	14,0	8,6	12,5%	12,8%	9,0%	13,2%
Median		9,7	12,5	8,5	9,3	9,1%	5,3%	10,7%	8,8%
HMS Bergbau AG	249	12,8	12,5	8,6	6,8	1,4%	1,3%	1,7%	2,0%
Potenzial/Differenz		- 25%	0%	- 2%	36%	- 7,7 PP	- 4 PP	- 9 PP	- 6,8 PP
Fairer Wert je Aktie		34,19	47,55	46,63	67,05				

Unternehmen	EV (Mio. LW)	KGV				Free Cashflow - Yield			
		2024	2025e	2026e	2027e	2024	2025e	2026e	2027e
Glencore plc	67.219	11,6	20,6	10,2	8,4	6,6%	4,0%	6,8%	6,5%
Alpha Metallurgical Resources, Inc.	1.867	11,9	neg.	7,1	11,7	20,4%	- 0,3%	12,3%	9,9%
Peabody Energy Corporation	3.866	11,2	neg.	14,1	13,2	5,3%	- 1,5%	14,0%	10,1%
Foresight Group Holdings Limited	526	15,0	12,2	11,2	9,1	8,3%	8,2%	10,2%	12,4%
Hallador Energy Company	875	neg.	35,7	33,8	22,7	1,4%	3,1%	- 1,6%	3,3%
Whitehaven Coal Limited	6.419	7,3	17,0	25,1	12,6	- 54,2%	11,5%	2,3%	6,4%
Median		11,6	18,8	12,6	12,2	6,0%	3,5%	8,5%	8,2%
HMS Bergbau AG	249	16,6	17,2	14,4	11,1	3,2%	1,2%	6,5%	8,7%
Potenzial/Differenz		- 30%	9%	- 12%	9%	- 2,8 PP	- 2,4 PP	- 2 PP	0,5 PP
Fairer Wert je Aktie		33,39	52,09	41,70	51,93				

Unternehmenshintergrund

Die HMS Bergbau AG ist ein international tätiges Rohstoffhandels- und Bergbauunternehmen mit Schwerpunkt auf den physischen Kohlehandel. Das Unternehmen deckt mit seinen 10 Tochtergesellschaften rund 1 % des weltweiten seewärtigen Kohlehandels ein breites Portfolio von Kokskohle, Anthrazit und PCI-Kohle bis hin zu Flüssigbrennstoffen und alternativen Energieträgern ab. Ergänzt wird dieses Geschäft durch den Rohstoffabbau in ausgewählten, eigenen Minen. HMS bietet darüber hinaus umfassende Logistik- und Servicedienstleistungen wie Inlandslogistik und Dokumentenmanagement. In den Kernmärkten Südostasien, Indien und China, die den überwiegenden Teil des Umsatzes ausmachen, beliefert HMS vor allem Stahlproduzenten, Zementwerke und Kraftwerke.

Key Facts

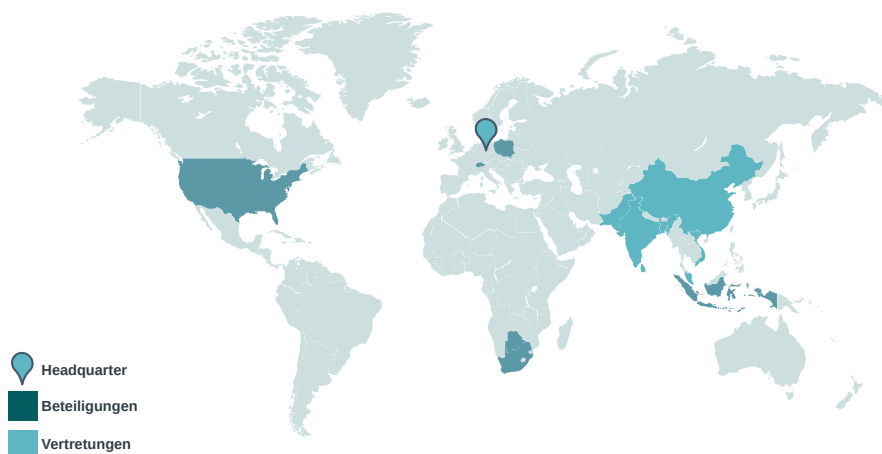
Sektor	Rohstoffhandel
Ticker	HMU
Mitarbeiter	38
Umsatz	1,36 Mrd. EUR
EBITDA	21,5 Mio. EUR
EBITDA-Marge	1,5%
Geschäftsmodell	physischer Kohle- und Rohstoffhandel
Wettbewerbsvorteil	Starkes Netzwerk und langjährige Expertise beim Kohlehandel in Schwellenländern mit Exklusivvereinbarungen/Minenbeteiligungen auf der Beschaffungsseite und Full-Service-Modell auf der Kundenseite
Standorte	Unternehmenssitz: Deutschland Tochtergesellschaften/Beteiligungen: Südafrika, Simbabwe, Dubai, Kasachstan, Singapur, Indonesien, USA, Schweiz, Polen Repräsentanz: China, Indien, Pakistan, Malaysia, Bangladesch, Vietnam, Sri Lanka, Kenia

Quelle: Unternehmen, Montega; Stand: Geschäftsjahr 2024

Wesentliche Ereignisse der Unternehmenshistorie



Beteiligungen & Vertretungen



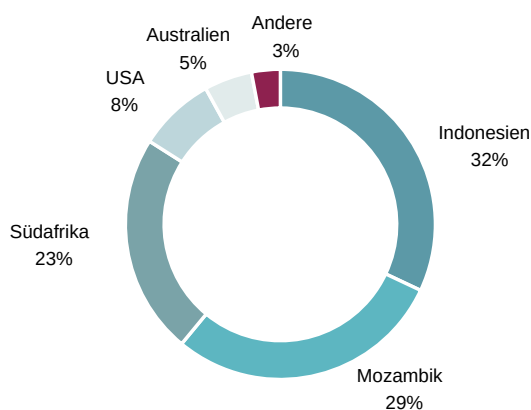
Quelle: Unternehmen

Absatzmärkte

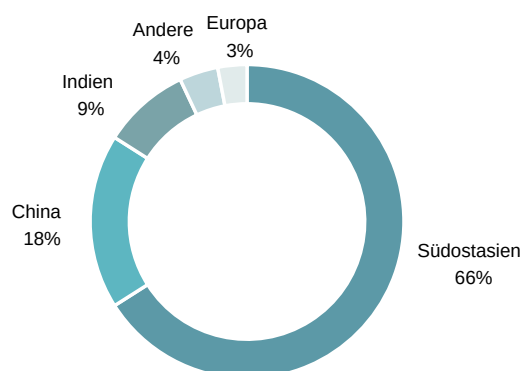
Regional betrachtet dominierten auf der Beschaffungsseite im Jahr 2024 die Länder **Indonesien (32 %)**, **Mosambik (29 %)** und **Südafrika (23 %)**. Ergänzt werden diese durch Lieferungen aus den **USA (8 %)** und **Australien (5 %)**. Während Indonesien vor allem kostengünstige thermische Kohle liefert, ist Mosambik für seine hochwertigen Kohlequalitäten bekannt. Südafrika zählt ebenfalls zu den traditionellen Beschaffungsmärkten von HMS.

Auf der Absatzseite konzentriert sich das Geschäft auf dynamisch wachsende Schwellenmärkte in Asien, ist gleichzeitig jedoch in der Verteilung recht volatil. **Südostasien** war 2024 mit einem Anteil von **66 %** der wichtigste Markt, angetrieben durch einen steigenden Strombedarf und den Ausbau neuer Kohlekraftwerke. **China (18%)** bleibt trotz hoher eigener Produktion ein zentraler Abnehmer, während **Indien (9%)** mit seiner strukturell hohen Importabhängigkeit einen stabilen Absatzmarkt darstellt.

Herkunftsländer
(FY 2024; in % Umsatz)



Umsatzerlöse nach Zielmärkten
(FY 2024; in % Umsatz)



Quelle: Unternehmen

Management

Die HMS Bergbau wird derzeit von einem zweiköpfigen Managementteam geführt, das sowohl umfangreiche Kenntnisse im Rohstoffhandel als auch langjährige Managementenerfahrung mit sich bringt. Sowohl CEO Dennis Schwindt als auch CFO Jens Moir wurden im Jahr 2020 in den Vorstand berufen.



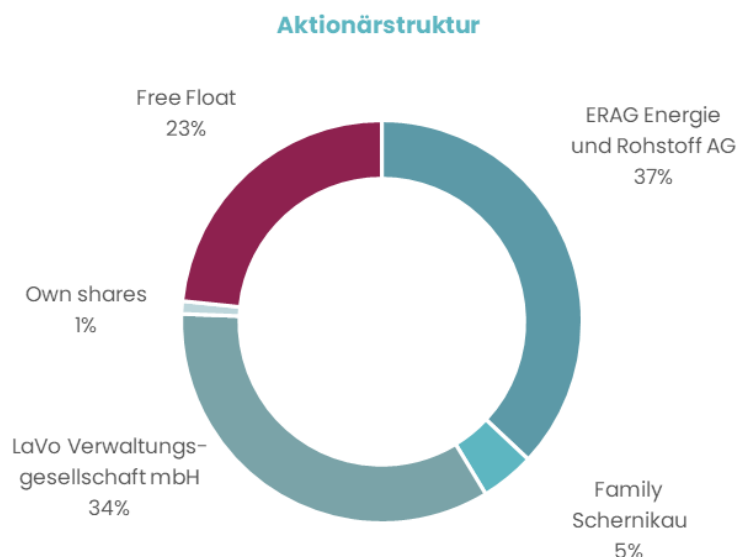
Dennis Schwindt ist seit 2020 Vorstandsvorsitzender der HMS Bergbau AG. Seit seinem Eintritt 2012 treibt er die internationale Expansion und Projektentwicklung des Unternehmens voran. Zuvor sammelte er umfassende Erfahrungen im Energie- und Anlagenbau, unter anderem bei Gazprom, Wintershall und der GP Günter Papenburg AG. Sein strategischer Fokus liegt auf der Stärkung des globalen Rohstoffhandels durch organisches Wachstum, neue Märkte und gezielte Partnerschaften.



Jens Moir ist seit 2020 Finanzvorstand der HMS Bergbau AG. Zuvor war er über zwei Jahrzehnte als CFO in internationalen Unternehmen und Start-ups tätig, darunter Universal Music und zuletzt Solmove und rent24. Ergänzt wird seine Erfahrung durch M&A-Mandate bei Techem und APCOA Parking. Herr Moir hält einen MBA der Duke University und verfügt über internationale Expertise in Deutschland, Polen, Österreich und den USA. Sein Fokus liegt auf finanzieller Stabilität und der strategischen Weiterentwicklung der Unternehmensfinanzen.

Aktionärsstruktur

Die Aktionärsstruktur der HMS Bergbau AG ist stark von der Gründerfamilie geprägt. Größter Anteilseigner ist die **ERAG Energie und Rohstoff AG** mit **36,98 %**, gefolgt von der **LaVo Verwaltungsgesellschaft mbH** mit **34,28 %**. Beide Gesellschaften gehören ebenso wie der direkte Anteil von **4,36 %** der **Familie Schernikau**, die damit insgesamt eine klare Mehrheitsposition hält und das Unternehmen nachhaltig strategisch steuert. Hinzu kommen **1,02 % eigene Aktien** sowie ein **Free Float von 23,36 %**, der für institutionelle und private Investoren zur Verfügung steht.



Quelle: Unternehmen

DCF Modell

Angaben in Mio. EUR

	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	Terminal Value
Umsatz	1.506,9	1.687,7	1.822,8	1.932,1	2.028,7	2.109,9	2.173,2	2.216,6
Veränderung	10,5%	12,0%	8,0%	6,0%	5,0%	4,0%	3,0%	2,0%
EBIT	22,5	31,6	39,2	43,5	44,6	44,3	45,6	46,5
EBIT-Marge	1,5%	1,9%	2,2%	2,3%	2,2%	2,1%	2,1%	2,1%
NOPAT	15,7	22,1	27,4	30,9	32,1	32,3	33,8	34,9
Abschreibungen	0,7	0,9	0,9	0,9	0,9	1,3	1,4	1,5
in % vom Umsatz	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%
Liquiditätsveränderung								
- Working Capital	-9,8	-0,8	-0,6	-0,3	4,9	-0,2	0,2	-0,6
- Investitionen inkl. Leasing	-0,9	-1,1	-1,2	-1,3	-1,4	-1,4	-1,5	-1,5
Investitionsquote	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Übriges		-1,5	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0
Free Cash Flow (WACC-Modell)	5,7	19,5	24,5	28,2	34,6	30,4	32,2	32,5
WACC	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%
Present Value	5,5	17,2	19,7	20,6	23,0	18,5	17,8	209,1
Kumuliert	5,5	22,8	42,5	63,1	86,1	104,6	122,4	331,5

Wertermittlung (Mio. EUR)

Total present value (Tpv)	331,5
Terminal Value	209,1
Anteil vom Tpv-Wert	63%
Verbindlichkeiten	39,4
Liquide Mittel	39,6
Eigenkapitalwert	331,8

Aktienzahl (Mio.)	4,59
Wert je Aktie (EUR)	72,26
+Upside / -Downside	51%
Aktienkurs (EUR)	48,00

Modellparameter

Fremdkapitalquote	50,0%
Fremdkapitalzins	10,0%
Marktrendite	9,0%
risikofreie Rendite	2,50%

Beta	1,60
WACC	9,8%
ewiges Wachstum	2,0%

Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen

Kurzfristiges Umsatzwachstum	2025-2028	8,6%
Mittelfristiges Umsatzwachstum	2025-2031	6,3%
Langfristiges Umsatzwachstum	ab 2032	2,0%
Kurzfristige EBIT-Marge	2025-2028	1,9%
Mittelfristige EBIT-Marge	2025-2031	2,0%
Langfristige EBIT-Marge	ab 2032	2,1%

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

		ewiges Wachstum				
WACC		1,25%	1,75%	2,00%	2,25%	2,75%
10,33%		64,26	66,48	67,69	68,97	71,78
10,08%		66,21	68,60	69,90	71,29	74,35
9,83%		68,28	70,85	72,26	73,77	77,09
9,58%		70,48	73,26	74,78	76,42	80,04
9,33%		72,81	75,82	77,48	79,26	83,22

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

		EBIT-Marge ab 2032e				
WACC		1,60%	1,85%	2,10%	2,35%	2,60%
10,33%		57,11	62,40	67,69	72,98	78,27
10,08%		58,81	64,36	69,90	75,45	80,99
9,83%		60,63	66,45	72,26	78,08	83,90
9,58%		62,56	68,67	74,78	80,90	87,01
9,33%		64,63	71,05	77,48	83,91	90,34

Quelle: Montega

G&V (in Mio. EUR) HMS Bergbau AG	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Umsatz	971,9	1.296,2	1.363,7	1.506,9	1.687,7	1.822,8
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktiviertete Eigenleistungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gesamtleistung	971,9	1.296,2	1.363,7	1.506,9	1.687,7	1.822,8
Materialaufwand	943,8	1.260,4	1.324,5	1.461,7	1.628,7	1.753,5
Rohrertrag	28,1	35,8	39,3	45,2	59,1	69,3
Personalaufwendungen	6,6	10,1	7,2	9,0	13,2	14,6
Sonstige betriebliche Aufwendungen	7,0	11,7	13,5	14,5	15,2	16,4
Sonstige betriebliche Erträge	0,9	1,6	1,6	1,5	1,7	1,8
EBITDA	15,4	15,7	20,1	23,2	32,4	40,1
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,4	0,2	0,2	0,2	0,4	0,4
EBITA	15,0	15,5	19,9	23,0	32,1	39,7
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,3	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	14,7	15,1	19,4	22,5	31,6	39,2
Finanzergebnis	-0,8	-0,6	-0,5	-1,8	-4,5	-4,2
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	13,8	14,6	18,9	20,7	27,1	35,0
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	13,8	14,6	18,9	20,7	27,1	35,0
EE-Steuer	3,4	2,1	5,7	6,2	8,1	10,5
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	10,4	12,4	13,2	14,5	18,9	24,5
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	10,4	12,4	13,2	14,5	18,9	24,5
Anteile Dritter	0,1	0,1	0,1	0,0	2,0	3,0
Jahresüberschuss	10,3	12,4	13,2	14,5	16,9	21,5

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

G&V (in % vom Umsatz) HMS Bergbau AG	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Bestandsveränderungen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Aktiviertete Eigenleistungen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Gesamtleistung	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Materialaufwand	97,1%	97,2%	97,1%	97,0%	96,5%	96,2%
Rohrertrag	2,9%	2,8%	2,9%	3,0%	3,5%	3,8%
Personalaufwendungen	0,7%	0,8%	0,5%	0,6%	0,8%	0,8%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	0,7%	0,9%	1,0%	1,0%	0,9%	0,9%
Sonstige betriebliche Erträge	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
EBITDA	1,6%	1,2%	1,5%	1,5%	1,9%	2,2%
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITA	1,5%	1,2%	1,5%	1,5%	1,9%	2,2%
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT	1,5%	1,2%	1,4%	1,5%	1,9%	2,2%
Finanzergebnis	-0,1%	0,0%	0,0%	-0,1%	-0,3%	-0,2%
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	1,4%	1,1%	1,4%	1,4%	1,6%	1,9%
Außerordentliches Ergebnis	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBT	1,4%	1,1%	1,4%	1,4%	1,6%	1,9%
EE-Steuer	0,4%	0,2%	0,4%	0,4%	0,5%	0,6%
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	1,1%	1,0%	1,0%	1,0%	1,1%	1,3%
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	1,1%	1,0%	1,0%	1,0%	1,1%	1,3%
Anteile Dritter	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,2%
Jahresüberschuss	1,1%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,2%

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

Bilanz (in Mio. EUR) HMS Bergbau AG	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
AKTIVA						
Immaterielle Vermögensgegenstände	2,4	3,9	3,5	3,2	3,0	2,9
Sachanlagen	8,7	9,3	9,7	10,2	10,6	11,0
Finanzanlagen	8,6	7,9	7,7	7,5	7,3	7,3
Anlagevermögen	19,7	21,1	20,9	20,9	21,0	21,3
Vorräte	10,6	9,5	8,9	10,0	11,3	12,2
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	62,9	198,1	117,4	144,5	185,0	199,8
Liquide Mittel	31,0	36,0	39,6	87,2	98,6	105,2
Sonstige Vermögensgegenstände	6,2	16,8	33,2	38,3	38,3	38,3
Umlaufvermögen	110,7	260,5	199,2	280,0	333,1	355,5
Bilanzsumme	130,5	281,6	220,0	300,9	354,1	376,7
PASSIVA						
Eigenkapital	29,6	38,1	48,5	58,1	68,3	81,9
Anteile Dritter	2,5	2,6	2,5	2,5	4,5	7,4
Rückstellungen	14,2	14,0	17,3	17,3	17,3	17,3
Zinstragende Verbindlichkeiten	16,3	16,5	26,3	74,3	74,3	65,3
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	63,2	207,1	125,2	148,6	189,6	204,7
Sonstige Verbindlichkeiten	4,6	3,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Verbindlichkeiten	98,3	240,9	168,9	240,3	281,3	287,4
Bilanzsumme	130,5	281,6	220,0	300,9	354,1	376,7

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

Bilanz (in % der Bilanzsumme) HMS Bergbau AG	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
AKTIVA						
Immaterielle Vermögensgegenstände	1,8%	1,4%	1,6%	1,1%	0,9%	0,8%
Sachanlagen	6,7%	3,3%	4,4%	3,4%	3,0%	2,9%
Finanzanlagen	6,6%	2,8%	3,5%	2,5%	2,1%	1,9%
Anlagevermögen	15,1%	7,5%	9,5%	7,0%	5,9%	5,6%
Vorräte	8,1%	3,4%	4,0%	3,3%	3,2%	3,2%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	48,2%	70,4%	53,4%	48,0%	52,2%	53,0%
Liquide Mittel	23,8%	12,8%	18,0%	29,0%	27,8%	27,9%
Sonstige Vermögensgegenstände	4,7%	6,0%	15,1%	12,7%	10,8%	10,2%
Umlaufvermögen	84,9%	92,5%	90,5%	93,1%	94,1%	94,4%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
PASSIVA						
Eigenkapital	22,7%	13,5%	22,0%	19,3%	19,3%	21,7%
Anteile Dritter	2,0%	0,9%	1,2%	0,8%	1,3%	2,0%
Rückstellungen	10,9%	5,0%	7,8%	5,7%	4,9%	4,6%
Zinstragende Verbindlichkeiten	12,5%	5,9%	12,0%	24,7%	21,0%	17,3%
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	48,4%	73,5%	56,9%	49,4%	53,5%	54,3%
Sonstige Verbindlichkeiten	3,5%	1,2%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%
Verbindlichkeiten	75,3%	85,5%	76,8%	79,9%	79,4%	76,3%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

Kapitalflussrechnung (in Mio. EUR) HMS Bergbau AG	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	10,4	12,4	13,2	14,5	18,9	24,5
Abschreibung Anlagevermögen	0,4	0,2	0,2	0,2	0,4	0,4
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,3	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5
Veränderung langfristige Rückstellungen	-0,1	0,6	1,2	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	3,4	-3,8	-2,6	0,0	0,0	0,0
Cash Flow	14,4	9,7	12,5	15,2	19,8	25,4
Veränderung Working Capital	-15,6	0,3	-3,9	-4,8	-0,8	-0,6
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	-1,2	10,0	8,5	10,4	19,0	24,8
CAPEX	-0,7	-0,6	-0,7	-0,9	-1,1	-1,2
Sonstiges	3,0	-0,7	0,2	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	2,3	-1,3	-0,4	-0,9	-1,1	-1,2
Dividendenzahlung	-0,2	-3,5	-4,2	-4,8	-5,0	-6,0
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	4,7	0,3	9,8	47,9	0,0	-9,0
Sonstiges	-4,9	-0,7	-10,0	0,0	-1,5	-2,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	-0,4	-4,0	-4,5	43,1	-6,5	-17,0
Effekte aus Wechselkursänderungen				0,0	0,0	0,0
Veränderung liquide Mittel	0,7	4,7	3,7	52,6	11,3	6,6
Endbestand liquide Mittel	26,7	35,7	39,6	92,2	98,6	105,2

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

Kennzahlen HMS Bergbau AG	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Ertragsmargen						
Rohrertragsmarge (%)	2,9%	2,8%	2,9%	3,0%	3,5%	3,8%
EBITDA-Marge (%)	1,6%	1,2%	1,5%	1,5%	1,9%	2,2%
EBIT-Marge (%)	1,5%	1,2%	1,4%	1,5%	1,9%	2,2%
EBT-Marge (%)	1,4%	1,1%	1,4%	1,4%	1,6%	1,9%
Netto-Umsatzrendite (%)	1,1%	1,0%	1,0%	1,0%	1,1%	1,3%
Kapitalverzinsung						
ROCE (%)	70,3%	53,4%	49,2%	42,3%	53,9%	66,0%
ROE (%)	48,6%	38,5%	32,4%	28,3%	27,9%	29,5%
ROA (%)	7,9%	4,4%	6,0%	4,8%	4,8%	5,7%
Solvenz						
Net Debt zum Jahresende (Mio. Euro)	-6,0	-10,1	-2,8	-2,5	-13,8	-29,4
Net Debt / EBITDA	-0,4	-0,6	-0,1	-0,1	-0,4	-0,7
Net Gearing (Net Debt/EK)	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	-0,2	-0,3
Kapitalfluss						
Free Cash Flow (Mio. EUR)	-2,0	9,4	7,9	9,5	17,9	23,6
Capex / Umsatz (%)	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Working Capital / Umsatz (%)	0%	1%	1%	2%	2%	2%
Bewertung						
EV/Umsatz	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1
EV/EBITDA	16,4	16,0	12,5	10,8	7,7	6,3
EV/EBIT	17,1	16,6	12,9	11,2	8,0	6,4
EV/FCF	-	26,8	31,8	26,6	14,0	10,6
KGv	21,4	17,8	16,7	15,2	13,0	10,3
KBV	7,4	5,8	4,5	3,8	3,2	2,7
Dividendenrendite	1,6%	1,9%	2,2%	2,3%	2,7%	3,1%

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

Disclaimer

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zu einem Kauf oder einem Verkauf irgendwelches Wertpapiers dar. Es dient ausschließlich zu Informationszwecken. Dieses Dokument enthält lediglich eine unverbindliche Meinungsäußerung zu den angesprochenen Anlageinstrumenten und den Marktverhältnissen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Dokuments. Aufgrund des Inhalts, der der allgemeinen Information dient, ersetzt dieses Dokument bei Anlageentscheidungen nicht die persönliche anleger- und objektgerechte Beratung und vermittelt nicht die für eine Anlageentscheidung grundlegenden Informationen, die in anderen Quellen, insbesondere in ordnungsgemäß genehmigten Prospekten, formuliert sind. Alle in diesem Dokument verwendeten Daten und die getroffenen Aussagen basieren auf Quellen, die wir für zuverlässig halten. Wir übernehmen jedoch keine Gewähr für deren Richtigkeit oder für deren Vollständigkeit. Enthaltene Meinungsäußerungen geben die persönliche Einschätzung des Autors zu einem bestimmten Zeitpunkt wieder. Diese Meinungen können jederzeit und ohne Ankündigung geändert werden. Eine Haftung des Analysten oder der ihn beauftragenden Institutionen sowohl für direkte als auch für indirekte Schäden ist ausgeschlossen. Dieser vertrauliche Bericht wird nur einem begrenzten Empfängerkreis zugänglich gemacht. Eine Weitergabe oder Verteilung an Dritte ist nur mit Genehmigung durch Montega zulässig. Alle gültigen Kapitalmarktregeln, die Erstellung, Inhalt und Vertrieb von Research in den verschiedenen nationalen Rechtsgebieten betreffen, sind anzuwenden und sowohl vom Lieferanten als auch vom Empfänger einzuhalten. Verbreitung im Vereinigten Königreich: Das Dokument ist nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die berechnete Personen oder freigestellte Personen im Sinne des Financial Services Act 1986 oder eines auf seiner Grundlage erfolgten Beschlusses sind, oder an Personen, die in Artikel 11 (3) des Financial Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind, und es ist nicht beabsichtigt, dass sie direkt oder indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden. Weder das Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada, Japan oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden.

Hinweis gemäß MiFID II (Stand: 13.10.2025):

Die vorliegende Publikation wurde auf Basis einer vertraglichen Vereinbarung zwischen der Montega AG und dem Emittenten erstellt und von diesem vergütet. Dieses Dokument wurde weitreichend veröffentlicht sowie allen Interessenten zeitgleich zugänglich gemacht. Der Erhalt gilt somit als zulässiger geringfügiger nichtmonetärer Vorteil im Sinne des § 64 Abs. 7 Satz 2 Nr. 1 und 2 des WpHG.

Zuständige Aufsichtsbehörde:

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Graurheindorfer Str. 108
53117 Bonn

Informationsquellen:

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung der vorliegenden Analyse sind Veröffentlichungen des Emittenten sowie öffentlich zugängliche Informationen in- und ausländischer Medien, die Montega als zuverlässig erachtet. Des Weiteren wurden zur Erstellung der Analyse Gespräche mit Personen des Managements oder dem Bereich Investor Relations des betreffenden Unternehmens geführt.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des in der Analyse angegebenen Datums (bzw. des Vortags), soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird. Die Aktualisierung der vorliegenden Publikation erfolgt bei Anlässen, die nach Einschätzung von Montega kursrelevant sein können. Auf das Einstellen der regelmäßigen Kommentierung von Anlässen im Zusammenhang mit dem Emittenten (Coverage) wird vorab hingewiesen.

Wesentliche Grundlagen und Maßstäbe der im Dokument enthaltenen Werturteile: Die Bewertungen, die den Anlageurteilen der Montega AG zugrunde liegen, stützen sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, PeerGroup-Vergleiche, gegebenenfalls auf ein Sum-of-the-parts-Modell.

Bedeutung des Anlageurteils:

Kaufen: Nach Auffassung des Analysten der Montega AG steigt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

Halten: Nach Auffassung des Analysten der Montega AG bleibt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate stabil, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

Verkaufen: Nach Auffassung des Analysten der Montega AG fällt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

Kontakt Montega AG:

Schauenburgerstraße 10
20095 Hamburg
www.montega.de / Tel: +49 40 4 1111 37 80

Offenlegung

Montega hat verschiedene Maßnahmen getroffen, um Interessenskonflikte zu vermeiden. Dazu gehört, dass es sämtlichen Mitarbeitern der Montega AG verboten ist, Aktien aus dem eigenen Coverage-Universum zu handeln, bei denen mit dem Emittenten ein Mandatsverhältnis zur Erstellung von Research besteht. Zudem ist sowohl den Mitarbeitern als auch dem Unternehmen die Annahme von Zuwendungen untersagt, die Personen mit besonderem Interesse am Inhalt der Research-Publikationen gewähren. Zur Wahrung einer größtmöglichen Transparenz hat Montega eine Übersicht im Sinne des § 85 WpHG und Art. 20 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 i.V.m. Delegierte Verordnung 2016/958 erstellt. Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert.

- (1) Die Montega AG hat in den vergangenen 12 Monaten mit dem Emittenten eine Vereinbarung über die Erstellung von Finanzanalysen getroffen, für die die Montega AG eine Vergütung erhält.
- (2) Montega hat in den vergangenen 12 Monaten mit einer dritten Partei eine Vereinbarung über die Erstellung von Finanzanalysen getroffen, für die die Montega AG eine Vergütung erhält.
- (3) Die Montega AG hat in den vergangenen 12 Monaten für dieses Unternehmen und/oder dessen Aktionäre sonstige Beratungsdienstleistungen erbracht.
- (4) Die Montega AG und/oder eine mit ihr vertraglich verbundene juristische Person war/waren innerhalb der letzten 12 Monate gegenüber dem analysierten Unternehmen an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investment-Banking-Geschäften gebunden oder hat/haben aus einer solchen Vereinbarung Leistungen bezogen.
- (5) Die Montega AG und/oder mit ihr verbundene Unternehmen erwarten in den nächsten drei Monaten Vergütungen des Unternehmens für Investment-Banking-Leistungen oder beabsichtigen, sich um solche Vergütungen zu bemühen.
- (6) Die Montega AG, der für die Erstellung der Analyse zuständige Analyst oder ein sonstiger Mitarbeiter der Montega AG hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile von über 5% des Aktienkapitals des analysierten Emittenten.
- (7) Die Montega AG, der für die Erstellung der Analyse zuständige Analyst oder ein sonstiger Mitarbeiter der Montega AG ist zum Zeitpunkt der Veröffentlichung im Besitz einer Nettoverkaufs- oder -kaufposition von mehr als 0,5 % des Aktienkapitals des Emittenten.
- (8) Ein mit der Montega AG verbundenes Unternehmen kann am Grundkapital des Emittenten beteiligt sein oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen halten.
- (9) Die Montega AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten bzw. Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Roadshows, Round Tables, Earnings Calls, Präsentation auf Konferenzen, etc.).
- (10) Die Montega AG hat in den letzten 12 Monaten (über einen Dritten) gegenüber einem Organmitglied des analysierten Unternehmens Leistungen in Bezug auf eine Übertragung von Aktien des analysierten Unternehmens erbracht und hierfür eine Vergütung erhalten.
- (11) Die Montega AG hat einem potentiellen Investor den Emittenten als Investmentmöglichkeit vorgestellt und erhält von dem potentiellen Investor eine Vergütung, sofern dieser in den Emittenten investiert.
- (12) Der Emittent hat die Montega AG mit der Erbringung von weiteren Dienstleistungen beauftragt, für welche die Montega AG eine Vergütung vom Emittenten erhält.

Unternehmen	Offenlegung (Stand: 13.10.2025)
HMS Bergbau AG	1, 4, 8, 9

Kurs- und Empfehlungs-Historie

Empfehlung	Datum	Kurs (EUR)	Kursziel (EUR)	Potenzial
Kaufen (Erststudie)	13.10.2025	48,00	72,00	+50%