

# Enapter AG

Deutschland / Cleantech  
 Primary exchange: Frankfurt  
 Bloomberg: H2O GR  
 ISIN: DE000A255G02

H1/24-Bericht

## BEWERTUNG

### KURSZIEL

Aufwärtspotenzial  
 Risikobewertung

## BUY

€ 11,00

164,4%  
 High

## SEHR STARKE BRUTTOMARGE!

Enapter hat in H1 den Umsatz um 73% J/J auf €8,3 Mio. gesteigert, das EBITDA von €-7,0 Mio. auf €3,0 Mio. verbessert und damit unsere Erwartung übertroffen. Wesentlicher Grund für die positive Entwicklung ist eine sehr starke Bruttomargenentwicklung. Lag diese im Vorjahrszeitraum noch bei mageren 11%, belief sie sich im ersten Halbjahr 2024 auf 32%. Wir werten die hohe Bruttomarge als klaren Beleg für die Wettbewerbsfähigkeit von Enapters Produkten. Das Unternehmen reduzierte seinen Nettoverlust um €2 Mio. auf €7,9 Mio. Enapter hat ihre Guidance für das laufende Jahr bestätigt (Umsatz: €34 Mio., EBITDA zwischen €-7 Mb. und €8 Mio.). Zuletzt meldete das Unternehmen neue Aufträge aus Italien zur Lieferung großer Elektrolyseure mit einer Gesamtkapazität von 5 MW, deren Gesamtwert wir auf ca. €9 Mio. schätzen. Wir bestätigen unsere Prognosen. Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt weiterhin ein Kursziel von €11. Wir bekräftigen unsere Kaufempfehlung.

**Bruttomarge im ersten Halbjahr bei hohen 32%** Schon der Umsatzanstieg um 73% J/J auf €8,3 Mio. ist ein großer Sprung nach vorn. Aber besonders erfreulich ist die Steigerung des Bruttogewinns von €0,6 Mio. auf €2,6 Mio. Der Anstieg der Bruttomarge von 11% auf 32% signalisiert, dass Enapter über wettbewerbsfähige Produkte verfügt, mit denen das Unternehmen grundsätzlich Geld verdient. Gleichzeitig übte sich das Unternehmen in Kostendisziplin und senkte die Personalkosten um €0,9 Mio. oder 13% J/J auf €6,3 Mio. Dies gelang durch eine Reduzierung der Mitarbeiterzahl von 208 Ende H1/23 auf 197. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen wurden um €0,1 Mio. auf €3,9 Mio. gesenkt. Damit war das EBITDA zwar immer noch negativ (€-3 Mio. versus €7 Mio. in H1/23), aber es ist deutlich erkennbar, dass eine weitere Skalierung des Umsatzes bereits 2026E zu positiven operativen Ergebnissen führen dürfte. Die Abschreibungen stiegen um 42% auf €2,3 Mio., was zu einem EBIT von €5,2 Mio. führte nach €-8,6 Mio. in der Vorjahresperiode (vgl. Abbildung 2 auf der nächsten Seite). Die im letzten Jahr deutlich erhöhte Verschuldung...

(b.w.)

## FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Umsatz (€ Mio.)	8,4	14,7	31,6	33,9	67,4	141,2
Jährliches Wachstum	307,8%	73,8%	115,4%	7,1%	99,0%	109,5%
EBIT (€ Mio.)	-8,6	-12,9	-2,7	-12,2	-7,7	6,0
EBIT-Marge	-102,1%	-87,6%	-8,5%	-36,1%	-11,4%	4,3%
Jahresübers. (€ Mio.)	-8,7	-13,0	-7,2	-18,6	-14,0	0,2
EPS (verwässert) (€)	-0,38	-0,51	-0,26	-0,68	-0,51	0,01
DPS (€)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF (€ Mio.)	-33,0	-64,9	-24,5	-17,0	-17,2	-12,9
Nettoverschuldungsgrad	-33,8%	-2,1%	30,6%	63,7%	113,1%	139,5%
Liquide Mittel (€ Mio.)	19,6	5,1	14,6	10,3	6,0	3,1

## RISIKEN

Die wesentlichen Risiken sind: Finanzierungsrisiko, technologisches Risiko, Produktionsrisiko, Produktrisiko, steigender Wettbewerb, Innovationen.

## UNTERNEHMENSPROFIL

Enapter stellt standardisierte Stacks & Elektrolyseure her, die nach dem Modulprinzip zu größeren Einheiten zusammengesetzt werden können. Enapters patentgeschützte AEM-Technologie verspricht großes Kostensenkungspotenzial. Gegenwärtig hat Enapter Produktionsstandorte in Pisa, Italien, & Saerbeck, Deutschland, und ca. 200 Mitarbeiter\*innen.

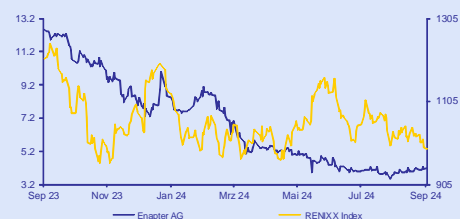
## HANDELSDATEN

Stand: 9. Sep 2024

Schlusskurs	€ 4,16
Aktien im Umlauf	27,20 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 113,13 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 3,51 / 12,50
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	21.655

Multiples	2023	2024E	2025E
KGV	n.a.	n.a.	n.a.
EV/Sales	4,4	4,1	2,1
EV/EBIT	n.a.	n.a.	n.a.
Div.-Rendite	0,0%	0,0%	0,0%

## KURSÜBERSICHT



## UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 30. Jun 2024

Liquide Mittel	€ 4,08 Mio.
Kurzfristige Vermögenswerte	€ 44,35 Mio.
Immaterielle Vermögenswerte	€ 13,12 Mio.
Bilanzsumme	€ 133,53 Mio.
Kurzfristige Verbindlichkeiten	€ 16,13 Mio.
Eigenkapital	€ 72,71 Mio.

## AKTIONÄRSSTRUKTUR

BluGreen	55,7%
Svelland Global Trading Master	9,2%
Morgan Stanley	5,0%
Other Investors	8,0%
Free Float	22,1%

...führte zu einer Verdoppelung der Finanzaufwendungen auf €-2,7 Mio. und damit zu einem Nettoergebnis von €-7,9 Mio.

#### Abbildung 1: Berichtete Zahlen versus Schätzungen

Alle Zahlen in € Mio.	H1-24A	H1-24E	Delta	H1-23A	Delta
Umsatz	8,3	7,0	18%	4,8	73%
EBITDA	-3,0	-4,9	-	-7,0	-
Marge	-36,0%	-70,0%		-230,3%	
Nettoergebnis	-7,9	-9,7	-	-9,9	-
Marge	-95,9%	-138,7%		-232,5%	
GPA (verwässert, in €)	-0,29	-0,36	-	-0,37	-

Quelle: First Berlin Equity Research, Enapter AG

Der Umsatzanstieg wurde von beiden Segmenten getragen. Der Produktumsatz (Elektrolyseure, Software & Steuerungssysteme, Tanks, Reiniger) erhöhte sich um 56% J/J auf €7,0 Mio. Sehr erfreulich hat sich das Segment Service & Support entwickelt, das erstmalig nennenswert (16%) zum Gesamtumsatz beitrug und sich im Jahresvergleich auf €1,3 Mio. mehr als vervierfachte (vgl. Abbildung 2). Wesentlicher Grund dafür waren Lizenzzahlungen des US-Partners.

#### Abbildung 2: Umsatz nach Segmenten

in € Mio.	H1/24A	H1/23A	Delta
Produkte	7,0	4,5	56%
Service & Support	1,3	0,3	388%
<b>Gesamt</b>	<b>8,3</b>	<b>4,8</b>	<b>74%</b>

Quelle: First Berlin Equity Research, Enapter AG

Ein sehr starkes Deutschlandgeschäft und eine kräftige Nachfrage außerhalb der EU trieben das Umsatzwachstum (vgl. Abbildung 3). Das Deutschlandgeschäft wurde fast verdreifacht und das Geschäft außerhalb der EU wuchs um 64%. Wehmutstropfen bleibt ein um 22% J/J gesunkenes Geschäft in der EU ex Deutschland. Das Deutschlandgeschäft trug fast die Hälfte zum Gesamtumsatz bei und die übrige Welt 35%, gefolgt von der EU ex Deutschland mit 16%.

#### Abbildung 3: Geografische Umsatzaufteilung

in € Mio.	H1/24A	H1/23A	Delta
Deutschland	4,1	1,4	195%
EU ex Dtl.	1,3	1,6	-22%
Übrige Welt	2,9	1,8	64%
<b>Gesamt</b>	<b>8,3</b>	<b>4,8</b>	<b>74%</b>

Quelle: First Berlin Equity Research, Enapter AG

**Bilanz braucht Stärkung** Während sich im Anlagevermögen keine nennenswerten Veränderungen ergaben, sank das Umlaufvermögen um 19% auf €44,4 Mio. Hauptgrund hierfür ist der Rückgang der liquiden Mittel von €14,6 Mio. auf €4,1 Mio. (vgl. Abbildung 4 auf der nächsten Seite). Die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen stiegen um 19% auf €27,6 Mio. Hauptgrund für diesen hohen Wert ist die Ende 2023 vereinbarte exklusive Partnerschaft mit Solar Invest International (SII) / Clean H2 für den US-Markt. Ca. €13 Mio.

wurden im Rahmen dieser Partnerschaft zum 31.12.2023 als Forderungen aus L&L verbucht.

Auf der Passivseite bleibt die Eigenkapitalquote mit gut 54% trotz des Rückgangs des Eigenkapitals um 9% auf €73 Mio. hoch. Die Nettoverschuldung ist aufgrund der geringeren Barmittel um 39% auf €35 Mio. gestiegen.

#### Abbildung 4: Bilanzentwicklung, ausgewählte Positionen

in € Mio.	H1-24A	2023A	Delta
Immaterielle Vw. & Goodwill	13,1	12,0	10%
Sachanlagen	72,1	72,9	-1%
Nutzungsrechte	0,9	0,7	25%
<b>Anlagevermögen insgesamt</b>	<b>89,2</b>	<b>86,6</b>	<b>3%</b>
Vorräte	9,7	11,3	-14%
Forderungen aus Lieferungen & Leistungen	27,6	23,3	19%
Liquide Mittel	4,1	14,6	-72%
<b>Umlaufvermögen insgesamt</b>	<b>44,4</b>	<b>54,8</b>	<b>-19%</b>
Eigenkapital	72,7	80,3	-9%
<i>Eigenkapitalquote</i>	<i>54,5%</i>	<i>56,8%</i>	<i>-2,3 PP</i>
Finanzverbindlichkeiten, langfristig	38,2	38,1	0%
Finanzverbindlichkeiten, kurzfristig	0,4	1,0	-59%
Finanzverbindlichkeiten	38,6	39,1	-1%
Leasingverbindlichkeiten, langfristig	0,5	0,6	-12%
Leasingverbindlichkeiten, kurzfristig	0,1	0,1	0%
Leasingverbindlichkeiten	0,6	0,7	-10%
Nettoverschuldung	35,2	25,2	39%
<i>Net Gearing (Nettoverschuldung/EK in %)</i>	<i>48,4%</i>	<i>31,4%</i>	<i>-</i>
Verbindlichkeiten aus Lieferungen & Leistungen	3,1	5,5	-43%
<b>Bilanzsumme</b>	<b>133,5</b>	<b>141,4</b>	<b>-6%</b>

Quelle: First Berlin Equity Research, Enapter AG

#### Cashburn in H1 und gesunkener Barmittelbestand weisen auf Finanzierungsbedarf hin

Enapter hat den operativen Mittelabfluss deutlich reduziert (€-3,8 Mio. nach €-15,7 Mio. im Vorjahreszeitraum). Auch die Investitionen in Sach- und immaterielle Vermögenswerte waren mit €2,6 Mio. vergleichsweise niedrig (vgl. Abbildung 5). Neben aktivierten Entwicklungskosten von €2,0 Mio. fielen Investitionen in Sachanlagen in Höhe von €0,6 Mio. an. Die Investitionen in finanzielle Vermögenswerte in Höhe von €0,9 Mio. spiegeln die im ersten Halbjahr eingegangene Beteiligung an der H2 Core AG wider. Der Cashflow aus Finanzierungstätigkeiten betrug €-3,2 Mio. und besteht im Wesentlichen aus Tilgungen von Finanzverbindlichkeiten (€0,5 Mio.) und gezahlten Zinsen (€2,7 Mio.). Der Nettomittelabfluss belief sich auf €-10,5 Mio.

#### Abbildung 5: Kapitalflussrechnung

in € Mio.	H1-24A	H1-23A
Operativer Cashflow	-3,8	-15,7
CAPEX	-2,6	-6,2
Freier Cashflow	-6,3	-21,9
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-3,5	-6,2
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-3,2	26,4
Nettocashflow	-10,5	4,4

Quelle: First Berlin Equity Research, Enapter AG



Enapter rechnet bis zum Jahresende mit einem negativen EBITDA von €-7 Mio. bis €-8 Mio. Nach dem H1-EBITDA von €-3 Mio. ergäbe sich daraus ein negatives H2-EBITDA von €-4 Mio. bis €-5 Mio. Unterstellt man keine Änderungen im Working Capital, könnten die Barmittel in Höhe von €4,1 Mio. gegen Jahresende erschöpft sein. Wir gehen daher davon aus, dass sich das Unternehmen in den nächsten Monaten zusätzliche Mittel über eine EK- oder FK-Finanzierung beschafft.

**Auftragseingang und -bestand wachsen kräftig** Im ersten Halbjahr 2024 verfünffachte sich der Auftragseingang auf €23,4 Mio. (H1/23: €46 Mio.). Dadurch ist auch der Auftragsbestand auf €40,8 Mio. stark gestiegen (Ende August 2023: ca. €20 Mio.). Ein ganz wesentlicher Teil der Bestellungen entfällt auf die Megawatt-Klasse (AEM Nexus). Ein Großteil der Aufträge im ersten Halbjahr 2024 kamen aus Europa (vor allem Italien und Deutschland) und den USA, dort generierte Enapters USA-Generaldistributor CleanH2 Inc. Aufträge in Höhe von rund €1,5 Mio.

**Vertriebserfolge in Italien** In Italien hat Enapter im September einen Großauftrag über vier 1 MW Elektrolyseure erhalten, die in einem von insgesamt 52 vom Staat geförderten „Hydrogen Valleys“ grünen Wasserstoff produzieren sollen, der primär zur Betankung von Fahrzeugen verwendet werden soll. Ein weiterer Auftrag umfasst einen weiteren AEM Nexus 1000-Elektrolyseur, dessen grüner Wasserstoff für industrielle Zwecke vertrieben werden soll. Die beiden Vertragsabschlüsse haben einen Gesamtauftragswert im oberen einstelligen Millionen Euro-Bereich (FBe: €9 Mio.). Die Elektrolyseure werden 2025 ausgeliefert. Im Rahmen der staatlich geförderten Hydrogen-Valleys-Initiative der italienischen Regierung zum Ausbau von regionalen Wasserstoffclustern hat Enapter nunmehr verbindliche Vertragsabschlüsse mit einem Volumen von insgesamt 11,5 MW realisiert. Das Unternehmen geht davon aus, dass die italienische Hydrogen-Valleys-Initiative zu weiteren Bestellungen führen wird.

#### **Strategieanpassung passt zur Unternehmenskompetenz und der Marktentwicklung**

Enapter hat im Mai 2024 bekannt gegeben, sich auf die Produktion der Stacks, und damit auf ihr Kern-Know-how, im italienischen Pisa zu konzentrieren. Die Elektrolyseur-Produktion wird über Partner wie Wolong (Joint-Venture) und H2 Core organisiert. Dies führt dazu, dass in Saerbeck kurz- und mittelfristig keine Produktionserweiterung erfolgen wird. Um zusätzliche Einnahmen zu generieren, ist eine Fremdvermietung der Hallen- und Büroflächen in Saerbeck angestoßen worden. Die Gesellschaft erwartet nach einer Vollvermietung jährliche Einnahmen von rd. €2 Mio. Die Verträge sollen so gestaltet werden, dass bei einer deutlich erhöhten Nachfrage nach zusätzlichen Produktionskapazitäten eine Stack-Produktion in Saerbeck entsprechend aufgenommen werden kann.

Wir begrüßen die Strategieanpassung ausdrücklich. Enapter konzentriert sich auf ihre Kernkompetenz, die Herstellung von AEM-Stacks. Der ursprüngliche Plan, in Saerbeck eine Massenproduktion für Kleinelektrolyseure (Inputleistung: 2,4 kW) aufzubauen, wurde mangels Nachfrage aufgegeben. Der deutlich komplexere Bau mittelgroßer (AEM Flex 120, Inputleistung 120 kW) und großer Elektrolyseure (AEM Nexus 500 und 1000, Inputleistung: 500 kW bzw. 1 MW) wird über Partnerunternehmen mit mehr Erfahrung im Elektrolyseur- und Maschinenbau organisiert.

**Joint Venture (JV) mit chinesischer Wolong-Gruppe läuft sehr gut an** Das JV in China ist bereits dabei, die Elektrolyseurproduktion hochzufahren, für die Enapter Stacks aus Italien liefern wird. Auch der Vertrieb der Elektrolyseure in China entwickelt sich erfreulich; erste Bestellungen liegen bereits vor. China ist der weltweit führende Elektrolyseurmarkt und wir sehen Enapter über das Joint Venture sehr gut positioniert, um dort Marktanteile zu gewinnen.



**Größere Stacks für größere Elektrolyseure** Enapter sieht gegenwärtig eine hohe Nachfrage nach Elektrolyseuren im Bereich 1 bis 50 MW, die das Unternehmen mit dem AEM Nexus 1000 bedienen kann. Für größere Projekte ab 50 MW sollen mittelfristig die Mehrkernelektrolyseure mit einem neuen, größeren AEM-Stack ausgestattet werden (ca. 30 kW), der deutliche Kostenvorteile in der Herstellung und der Anlagenanbindung bieten wird.

**Schätzungen für das Gesamtjahr bestätigt** Trotz der besser als erwarteten Halbjahreszahlen bleibt das Erreichen der Guidance (vgl. Abbildung 6) ambitioniert, aber aufgrund des Auftragsbestands aus H1, der noch dieses Jahr verumsatzt werden soll (ca. €12 Mio.), zusätzlichen Single-Core-Elektrolyseur-Aufträgen (FBe: €6-8 Mio.), weiteren Umsätzen im Segment Service & Support (FBe: €1-2 Mio.), und weiteren Multicore-Auslieferungen (FBe: €3-4 Mio.) erreichbar. Wir halten daher an unseren Prognosen für das Gesamtjahr fest.

#### Abbildung 6: Guidance und FBe

in € Mio.	Guidance	FBe
Umsatz	34	33,9
EBITDA	-7 to -8	-7,6

Quelle: First Berlin Equity Research, Enapter AG

**Weiterhin Kaufen bei unverändertem Kursziel** Wir gehen davon aus, dass die Strategieanpassung und der hohe Auftragseingang und -bestand Investoren von der Equity-Story überzeugen. Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt weiterhin ein Kursziel von €11. Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung.



## BEWERTUNGSMODELL

DCF Bewertungsmodell*								
Alle Angaben in Tsd EUR	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
<b>Nettoumsatz</b>	<b>33.860</b>	<b>67.370</b>	<b>141.150</b>	<b>219.100</b>	<b>317.894</b>	<b>448.173</b>	<b>613.427</b>	<b>814.407</b>
<b>NOPLAT</b>	<b>-12.417</b>	<b>-7.823</b>	<b>5.882</b>	<b>19.632</b>	<b>31.254</b>	<b>44.279</b>	<b>51.114</b>	<b>68.433</b>
+ Abschreibungen	4.674	6.299	6.950	7.378	7.760	8.468	9.539	10.992
= Operativer Cashflow (netto)	-7.743	-1.524	12.832	27.010	39.014	52.747	60.652	79.425
- Gesamte Investitionen (Capex, WC, Sonstiges)	-865	-7.046	-20.111	-23.156	-35.732	-46.978	-59.497	-72.393
<i>Capex</i>	-7.788	-9.432	-11.292	-11.393	-15.432	-20.209	-25.541	-31.096
<i>Working Capital</i>	4.722	-114	-8.819	-11.763	-20.300	-26.770	-33.956	-41.297
<i>Sonstiges</i>	2.200	2.500	0	0	0	0	0	0
= Freier Cashflow (FCF)	-8.608	-8.570	-7.280	3.854	3.282	5.769	1.155	7.032
<b>GW der FCFs</b>	<b>-8.234</b>	<b>-7.123</b>	<b>-5.258</b>	<b>2.419</b>	<b>1.789</b>	<b>2.734</b>	<b>476</b>	<b>2.516</b>

in Tsd EUR	
GWs der FCFs explizite Periode (2024E-2038E)	98.779
GWs der FCFs in der Terminalperiode	228.079
Unternehmenswert (EV)	326.858
+ Nettokasse / - Nettverbindlichkeiten	-25.236
+ Investitionen / Anteile Dritter	1
Shareholder Value	301.623
Verwässerte Aktienanzahl	27.195
<b>Fairer Wert</b>	<b>11,09</b>

Terminales Wachstum	4,0%
Terminale EBIT-Marge	12,8%

WACC		Umsatzwachstum in der Terminalperiode						
		2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%	5,0%	5,5%
12,1%	18,93	19,56	20,26	21,06	21,95	22,97	24,15	
13,1%	15,37	15,81	16,30	16,84	17,44	18,12	18,88	
14,1%	12,58	12,89	13,24	13,61	14,03	14,49	15,00	
15,1%	10,35	10,58	10,82	11,09	11,38	11,70	12,06	
16,1%	8,55	8,72	8,90	9,09	9,30	9,53	9,78	
17,1%	7,09	7,21	7,34	7,48	7,63	7,80	7,98	
18,1%	5,88	5,97	6,06	6,17	6,28	6,40	6,53	

\* 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>8.442</b>	<b>14.671</b>	<b>31.605</b>	<b>33.860</b>	<b>67.370</b>	<b>141.150</b>
Bestandsveränderungen	540	525	2.078	0	0	0
Andere aktivierte Eigenleistungen	3.330	6.383	4.076	3.386	1.347	988
<b>Gesamtleistung</b>	<b>8.982</b>	<b>15.197</b>	<b>33.683</b>	<b>33.860</b>	<b>67.370</b>	<b>141.150</b>
Herstellungskosten	7.874	12.013	12.961	24.718	48.506	101.628
<b>Bruttogewinn (Umsatz ./ Herstkosten)</b>	<b>1.109</b>	<b>3.184</b>	<b>20.722</b>	<b>9.142</b>	<b>18.864</b>	<b>39.522</b>
Personalkosten	7.596	14.300	13.561	14.500	16.207	18.350
Sonstige betriebliche Erträge	1.367	2.799	4.116	3.725	4.716	4.940
Sonstige betriebliche Aufwendungen	5.828	8.648	13.867	9.312	10.106	14.115
<b>EBITDA</b>	<b>-7.619</b>	<b>-10.582</b>	<b>1.485</b>	<b>-7.559</b>	<b>-1.386</b>	<b>12.986</b>
Abschreibungen & Amortisation	1.002	2.276	4.168	4.674	6.299	6.950
<b>EBIT</b>	<b>-8.622</b>	<b>-12.858</b>	<b>-2.683</b>	<b>-12.233</b>	<b>-7.684</b>	<b>6.036</b>
Nettofinanzergebnis	-88	-97	-3.618	-6.167	-6.129	-5.651
<b>EBT</b>	<b>-8.709</b>	<b>-12.955</b>	<b>-6.301</b>	<b>-18.399</b>	<b>-13.814</b>	<b>385</b>
Steuern	-8	23	864	184	138	154
Minderheitsbeteiligungen	1	1	1	0	0	0
<b>Nettogewinn/ -verlust</b>	<b>-8.701</b>	<b>-12.977</b>	<b>-7.163</b>	<b>-18.583</b>	<b>-13.952</b>	<b>231</b>
<b>EPS (verwässert)</b>	<b>-0,38</b>	<b>-0,51</b>	<b>-0,26</b>	<b>-0,68</b>	<b>-0,51</b>	<b>0,01</b>
<b>Kennzahlen</b>						
Bruttomarge (auf Gesamtleistung)	12,3%	21,0%	61,5%	27,0%	28,0%	28,0%
EBITDA-Marge (EBITDA / Umsatz)	-90,3%	-72,1%	4,7%	-22,3%	-2,1%	9,2%
EBIT-Marge	-102,1%	-87,6%	-8,5%	-36,1%	-11,4%	4,3%
Nettomarge	-103,1%	-88,4%	-22,7%	-54,9%	-20,7%	0,2%
Steuersatz	0,1%	-0,2%	-13,7%	-1,0%	-1,0%	40,0%
<b>Ausgaben in % vom Umsatz</b>						
Herstellungskosten	93,3%	81,9%	41,0%	73,0%	72,0%	72,0%
Personalkosten	90,0%	97,5%	42,9%	42,8%	24,1%	13,0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	69,0%	58,9%	43,9%	27,5%	15,0%	10,0%
<b>Jährliches Wachstum</b>						
Gesamtumsatz	307,8%	73,8%	115,4%	7,1%	99,0%	109,5%
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>29.920</b>	<b>27.577</b>	<b>54.778</b>	<b>45.661</b>	<b>42.708</b>	<b>50.305</b>
Liquide Mittel	19.604	5.071	14.589	10.311	6.017	3.086
Kurzfristige Investitionen	0	0	0	0	0	0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	2.638	8.014	23.269	14.843	15.135	19.336
Vorräte	3.604	8.421	11.310	14.898	15.947	22.275
Sonstige Forderungen	4.073	6.071	5.609	5.609	5.609	5.609
<b>Anlagevermögen, gesamt</b>	<b>32.221</b>	<b>80.237</b>	<b>86.631</b>	<b>89.946</b>	<b>93.280</b>	<b>97.773</b>
Sachanlagen	23.985	67.900	72.902	75.065	77.000	79.437
Goodwill & Immaterielle Vermögenswerte	7.110	10.272	11.973	13.125	14.525	16.581
Nutzungsrechte	909	1.007	1.007	1.007	1.007	1.007
Sonstige Vermögenswerte	1.156	748	748	748	748	748
<b>Aktiva</b>	<b>62.141</b>	<b>107.814</b>	<b>141.408</b>	<b>135.606</b>	<b>135.988</b>	<b>148.078</b>
<b>Eigenkapital und Verbindlichkeiten</b>						
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt</b>	<b>10.397</b>	<b>16.070</b>	<b>18.745</b>	<b>57.220</b>	<b>28.852</b>	<b>73.635</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten (kurzfristig)	1.186	871	1.004	39.595	10.000	53.075
Leasingverbindlichkeiten	116	135	135	135	135	135
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	6.387	11.191	5.534	5.418	6.645	8.353
Rückstellungen (kurzfristig)	516	1.243	4.438	4.438	4.438	4.438
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	2.309	2.765	7.769	7.769	7.769	7.769
<b>Langfristige Verbindlichkeiten, gesamt</b>	<b>5.224</b>	<b>5.290</b>	<b>42.398</b>	<b>16.704</b>	<b>59.406</b>	<b>26.482</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten	2.708	2.371	38.108	10.012	50.012	16.937
Leasingverbindlichkeiten	471	579	781	982	1.133	1.178
Passive Rechnungsabgrenzungsposten	1.844	2.080	2.080	2.080	2.080	2.080
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	605	1.632	3.832	6.332	6.332	6.332
<b>Anteile Dritter</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>
<b>Eigenkapital</b>	<b>46.518</b>	<b>86.454</b>	<b>80.266</b>	<b>61.683</b>	<b>47.731</b>	<b>47.962</b>
Gezeichnetes Kapital	24.406	27.195	27.195	27.195	27.195	27.195
Kapitalrücklage	37.615	87.586	88.623	88.623	88.623	88.623
Andere Rücklagen	-83	69	9	9	9	9
Eigene Aktien	0	0	0	0	0	0
Gewinnrücklagen	-15.418	-28.396	-35.560	-54.144	-68.095	-67.864
<b>Passiva</b>	<b>62.141</b>	<b>107.814</b>	<b>141.408</b>	<b>135.606</b>	<b>135.988</b>	<b>148.078</b>
<b>Kennzahlen</b>						
Current ratio (x)	2,88	1,72	2,92	0,80	1,48	0,68
Quick ratio (x)	2,53	1,19	2,32	0,54	0,93	0,38
Eigenkapitalquote	74,9%	80,2%	56,8%	45,5%	35,1%	32,4%
Nettoverbindlichkeiten	-15.711	-1.830	24.522	39.297	53.996	66.926
Net Gearing	-33,8%	-2,1%	30,6%	63,7%	113,1%	139,5%
Return on Equity (ROE)	-18,7%	-15,0%	-8,9%	-30,1%	-29,2%	0,5%
Forderungsumschlag in Tagen	114	199	269	160	82	50
Vorratsumschlag in Tagen	167	256	319	220	120	80
Kreditorenlaufzeit in Tagen	296	340	156	80	50	30





## CASHFLOWRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd EUR	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>EBIT</b>	<b>-8.622</b>	<b>-12.858</b>	<b>-2.683</b>	<b>-12.233</b>	<b>-7.684</b>	<b>6.036</b>
Abschreibungen	1.002	2.276	4.168	4.674	6.299	6.950
<b>EBITDA</b>	<b>-7.619</b>	<b>-10.582</b>	<b>1.485</b>	<b>-7.559</b>	<b>-1.386</b>	<b>12.986</b>
Veränderungen Working Capital	-1.136	-6.476	-16.962	4.722	-114	-8.819
Sonstiges (Rückstellungen, Zinsen, etc.)	758	1.594	1.410	-6.351	-6.267	-5.805
<b>Operativer Cashflow</b>	<b>-7.997</b>	<b>-15.464</b>	<b>-14.067</b>	<b>-9.187</b>	<b>-7.767</b>	<b>-1.639</b>
Investitionen in Sachanlagen	-21.570	-44.989	-5.930	-5.079	-6.063	-7.058
Investitionen in immaterielle Vermögenswerte	-3.483	-4.436	-4.496	-2.709	-3.369	-4.235
<b>Freier Cashflow</b>	<b>-33.050</b>	<b>-64.889</b>	<b>-24.493</b>	<b>-16.975</b>	<b>-17.199</b>	<b>-12.931</b>
Akquisitionen und Verkäufe	0	0	0	0	0	0
Andere Investitionen	-11	-65	0	0	0	0
<b>Cashflow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-25.064</b>	<b>-49.490</b>	<b>-10.426</b>	<b>-7.788</b>	<b>-9.432</b>	<b>-11.292</b>
Cashflow aus FK-Finanzierung, netto	2.463	-653	34.138	10.496	10.405	10.000
Cashflow aus EK-Finanzierung, netto	48.304	52.998	0	0	0	0
Gezahlte Dividenden	0	0	0	0	0	0
Sonstige Finanzierung	-2.350	-1.924	-127	2.200	2.500	0
<b>Cashflow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>48.417</b>	<b>50.421</b>	<b>34.011</b>	<b>12.696</b>	<b>12.905</b>	<b>10.000</b>
FOREX & sonstige Effekte	0	0	0	0	0	0
<b>Veränderung der liquiden Mittel</b>	<b>15.356</b>	<b>-14.534</b>	<b>9.519</b>	<b>-4.278</b>	<b>-4.294</b>	<b>-2.931</b>
Cash am Anfang der Periode	4.248	19.604	5.071	14.589	10.311	6.017
<b>Cash zum Ende der Periode</b>	<b>19.604</b>	<b>5.071</b>	<b>14.590</b>	<b>10.311</b>	<b>6.017</b>	<b>3.086</b>
<b>EBITDA je Aktie</b>	<b>-0,34</b>	<b>-0,41</b>	<b>0,05</b>	<b>-0,28</b>	<b>-0,05</b>	<b>0,48</b>
<b>Jährliches Wachstum</b>						
Operativer Cashflow	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Freier Cashflow	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Finanzieller Cashflow	449,0%	4,1%	-32,5%	-62,7%	1,6%	-22,5%

## Imprint / Disclaimer

### First Berlin Equity Research

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

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

Anschrift:

First Berlin Equity Research GmbH

Friedrichstr. 69

10117 Berlin

Germany

Vertreten durch den Geschäftsführer: Martin Bailey

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

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

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

Amtsgericht Berlin Charlottenburg HR B 103329 B

UST-Id.: 251601797

Ggf. Inhaltlich Verantwortlicher gem. § 6 MDSStV

First Berlin Equity Research GmbH

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

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

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

Die Erstellung dieser Empfehlung wurde am 10. September 2024 um 15:42 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 Enapter AG bestehen die folgenden Beziehungen und Umstände, aufgrund derer vernünftigerweise erwartet werden kann, dass sie die Objektivität der Finanzanalysen beeinträchtigen könnten: Der Ersteller, First Berlin, oder ein mit First Berlin verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zur Erstellung einer Finanzanalyse getroffen, für die eine Vergütung geschuldet ist.

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

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

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

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

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

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

**STICHTAGE VON KURSEN**

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

**ABSTIMMUNG MIT DEM ANALYSIERTEN UNTERNEHMEN UND EINFLUSSNAHME**

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

**ANLAGEBEWERTUNGSSYSTEM**

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

**ANLAGEEMPFEHLUNG**

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

Kategorie		1	2
Aktuelle Marktkapitalisierung (in €)		0 - 2 Milliarden	> 2 Milliarden
Strong Buy <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	21. September 2020	€ 6,50	Buy	€ 8,90
2...13	↓	↓	↓	↓
14	11. September 2023	€ 12,50	Buy	€ 17,00
15	19. Oktober 2023	€ 10,75	Buy	€ 17,00
16	12. Januar 2024	€ 7,68	Buy	€ 13,00
17	31. Januar 2024	€ 8,10	Buy	€ 13,00
18	14. Februar 2024	€ 8,64	Buy	€ 13,00
19	1. März 2024	€ 7,28	Buy	€ 13,00
20	29. Mai 2024	€ 4,51	Buy	€ 11,00
21	21. Juni 2024	€ 4,28	Buy	€ 11,00
22	Heute	€ 4,16	Buy	€ 11,00

### 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.**