

# Enapter AG

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

Jahresbericht 2023

## BEWERTUNG

### KURSZIEL

Aufwärtspotenzial  
 Risikobewertung

## BUY

€ 11,00

143,9%  
 High

## ELDORADO WINKT, WENN DIE HÜRDEN GEMEISTERT WERDEN

Enapter ist unangefochtener Technologieführer in der AEM-Elektrolyse. Wir gehen davon aus, dass die Iridium-Freiheit ihrer AEM-Technologie in den nächsten Jahren ein wesentlicher Wettbewerbsvorteil gegenüber der PEM-Technologie sein wird, da das knappe Angebot des Edelmetalls die stark steigende Nachfrage von PEM-Elektrolyseur-Produzenten nicht ausreichend befriedigen wird. Im abgelaufenen Jahr hat Enapter große Fortschritte bei der Produktentwicklung gemacht und bietet nunmehr neben dem kleinen Einzelkern-Elektrolyseur auch mittelgroße und große Multikern-Modelle an. Wir halten diese Erweiterung der Produktpalette für überlebenswichtig, da die Nachfrage nach den kleinen Elektrolyseuren weit hinter den ursprünglichen Erwartungen zurückgeblieben ist. Der kräftige Auftragseingang für die Multikern-Elektrolyseure ist für uns ein Hinweis auf eine über viele Jahre währende hohe Nachfrage. So fußen ca. ¾ des Auftragsbestands von €26 Mio. (JE/23) auf Multikern-EL-Aufträgen. Enapter hat eine weitere strategische Weichenstellung vorgenommen, die wir ebenfalls für überlebenswichtig halten. Das Unternehmen wird sich weitgehend auf die Entwicklung und die Produktion von Stacks konzentrieren. Die Elektrolyseurproduktion wird dazu ebenso zusammen mit Partnern vorangetrieben wie der weltweite Vertrieb. Mit dieser Adjustierung des Geschäftsmodells hat Enapter die reale Chance, zu den Gewinnern im Rennen um die günstigste und verlässlichste Wasserstoffproduktionstechnologie zu gehören und damit das erhoffte Eldorado zu erreichen. Auf dem Weg dahin muss das Unternehmen allerdings noch ein paar große Hürden überwinden. Dazu gehören die Entwicklung eines deutlich größeren Stacks (ca. 30 kW) und der Aufbau einer verlässlichen Stack-Massenproduktion inklusive der Beschaffung der dazu und zur weiteren Expansion notwendigen Finanzmittel. Wir erhöhen unsere WACC-Schätzung aufgrund der gestiegenen Risiken (Finanzierungsrisiko, technologisches Risiko, Produktionsrisiko) von 13,8% auf 15,1%. Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt ein neues Kursziel von €11 (bisher: €13). Weiterhin Kaufen.

## FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Umsatz (€ Mio.)	8,44	14,67	31,61	33,86	67,37	141,15
Jährliches Wachstum	307,8%	73,8%	115,4%	7,1%	99,0%	109,5%
EBIT (€ Mio.)	-8,62	-12,86	-2,68	-12,74	-12,85	2,03
EBIT-Marge	-102,1%	-87,6%	-8,5%	-37,6%	-19,1%	1,4%
Jahresübers. (€ Mio.)	-8,70	-12,98	-7,16	-19,05	-19,62	-5,56
EPS (verwässert) (€)	-0,38	-0,51	-0,26	-0,70	-0,72	-0,20
DPS (€)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF (€ Mio.)	-33,05	-64,89	-24,49	-18,81	-28,13	-27,60
Nettoverschuldungsgrad	-33,8%	-2,1%	30,6%	67,2%	160,5%	261,8%
Liquide Mittel (€ Mio.)	19,60	5,07	14,59	30,98	25,35	28,75

## 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. 210 Mitarbeiter\*innen.

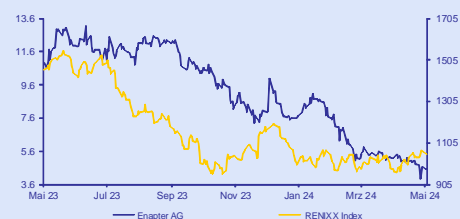
## HANDELSDATEN

Stand: 28. Mai 2024

Schlusskurs	€ 4,51
Aktien im Umlauf	27,20 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 122,65 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 3,93 / 13,10
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	15.620

Multiples	2023	2024E	2025E
KGV	n.a.	n.a.	n.a.
EV/Sales	4,7	4,4	2,2
EV/EBIT	n.a.	n.a.	n.a.
Div.-Rendite	0,0%	0,0%	0,0%

## KURSÜBERSICHT



## UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 31. Dez 2023

Liquide Mittel	€ 14,59 Mio.
Kurzfristige Vermögenswerte	€ 54,78 Mio.
Immaterielle Vermögenswerte	€ 11,97 Mio.
Bilanzsumme	€ 141,74 Mio.
Kurzfristige Verbindlichkeiten	€ 18,75 Mio.
Eigenkapital	€ 80,27 Mio.

## AKTIONÄRSSTRUKTUR

BluGreen	59,9%
Svelland Global Trading Master	5,0%
Sergei Storozhenko	4,1%
Other Investors	6,9%
Free Float	24,1%

## 2023: UMSATZWACHSTUM UND POSITIVES EBITDA DURCH VERTRIEBSKOOPERATION MIT SSI / CLEAN H2

Enapter erzielte 2023 Umsatzerlöse von €31,6 Mio. (Vj.: €14,7 Mio., vgl. Abbildung 1). Der reine Produktumsatz (Elektrolyseure, Komponenten und Serviceleistungen) betrug €16,3 Mio. Zu diesem Umsatz beigetragen haben insbesondere Einzelkernelektrolyseure. So lieferte Enapter insgesamt über 3.400 Stacks und Elektrolyseure an mehr als 100 Kunden in fast 50 Ländern aus. Die im Geschäftsjahr 2023 begonnenen Aufträge für die Mehrkernelektrolyseure werden erst 2024 im Umsatz erfasst. Die reinen Produktumsätze sind damit nur um 12% J/J gestiegen. Mit der Übertragung von Markteintrittsrechten und technischem Knowhow für den US-amerikanischen Markt an Solar Invest International (SSI) / Clean H2 erzielte Enapter Umsatzerlöse in Höhe von €15 Mio. Weitere Umsatzerlöse in Höhe von €0,2 Mio. wurden mit Vermietungen und Verkäufen von Trademarks erzielt. Zwar hat Enapter ihre Umsatz-Guidance für 2023 von €30 Mio. übertroffen, allerdings beruhte die ursprüngliche Planung rein auf Produktumsätzen. Legt man die reinen Produktumsätze von €16,3 Mio. zugrunde, hat das Unternehmen seine Ziele weit verfehlt. Wir führen dies auf Qualitätsprobleme und Verzögerungen in der Produktion, aber auch auf eine deutlich langsamer anziehende Nachfrage zurück.

Die anderen aktivierten Eigenleistungen (€4,1 Mio.) betreffen Entwicklungskosten für immaterielle Vermögenswerte und Anlagen im Bau im Sachanlagevermögen. Die Bestandsveränderungen an fertigen und unfertigen Erzeugnissen (€2,1 Mio.) betreffen im Wesentlichen Mehrkernelektrolyseure, die 2024 fertiggestellt werden.

Der Anstieg des Materialaufwandes von €12,0 Mio. auf €13,0 Mio. (+8% J/J) ist auf den Anstieg der Produktion zurückzuführen. Bezieht man die Materialkosten auf die Gesamtleistung im Produktionsbereich (€22,5 Mio.), so betrug die Materialkostenquote 58%. Zur Gesamtleistung zählen wir den Produktumsatz von €16,3 Mio., die aktivierten Eigenleistungen (€4,1 Mio.) und die Bestandsveränderungen (€2,1 Mio.). Im Vorjahr lag die Materialkostenquote bei 56%.

### Abbildung 1: G&V, ausgewählte Positionen

in € Mio.	2023A	2022A	Delta
Umsatz	31,6	14,7	115%
Betriebsleistung	37,8	21,6	75%
Rohertrag	20,7	3,2	551%
Marge	65,6%	18,1%	-
EBITDA	1,5	-10,6	n.a.
Marge	4,7%	-72,1%	-
EBIT	-2,7	-12,9	n.a.
Marge	-8,5%	-87,6%	-
EBT	-6,3	-13,0	n.a.
Marge	-19,9%	-88,3%	-
Nettoergebnis	-7,2	-13,0	n.a.
Marge	-22,7%	-88,4%	-
EPS (verwässert, in €)	-0,26	-0,51	n.a.

Quelle: First Berlin Equity Research, Enapter AG

Die Personalaufwendungen sanken aufgrund des Personalabbaus von €14,3 Mio. um 5% J/J auf €13,6 Mio. Ende 2023 waren 200 Mitarbeiter (31.12.2022: 239) bei Enapter beschäftigt. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen stiegen von €8,6 Mio. auf €13,9 Mio. (+62% J/J). Wesentliche Gründe für den Anstieg waren höhere Gewährleistungskosten, höhere Rechts-, Beratungs- und Prüfungskosten sowie die Abwertung des Lagerbestandes (€739 tsd.; Vj.: €0) und uneinbringliche Forderungen (€571 tsd., Vj.: €0).

Die Umsätze aus der Vertriebskooperation mit Clean H2 führten dazu, dass Enapter 2023 ein positives EBITDA in Höhe von €1,5 Mio. (Vj.: €-10,6 Mio.), erzielte. Die Abschreibungen erhöhten sich von €2,3 Mio. auf €4,2 Mio., insbesondere durch höhere Abschreibungen auf Sachanlagen. Das EBIT verbesserte sich von €-12,9 Mio. auf €-2,7 Mio.

Das Finanzergebnis fiel im Jahresvergleich deutlich schwächer aus (€-3,6 Mio. versus €-0,1 Mio. im Vorjahr), was insbesondere auf die Aufnahme der verzinslichen Inhaberschuldverschreibung über nominal €25,6 Mio. im Februar 2023 zurückzuführen ist. Der Zinssatz für die Schuldverschreibung dürfte bei hohen 14% gelegen haben. Das Konzernergebnis belief sich auf €-7,2 Mio. nach €-130 Mio. im Vorjahr.

## BILANZ VERLIERT AN STÄRKE

Zwar hat Enapter mit €14,6 Mio. eine im Vergleich zum Vorjahr fast dreimal so hohe Barmittelposition, aus der der laufende Geschäftsbetrieb noch mehrere Monate finanziert werden kann, aber aus der kleinen Nettocashposition des Vorjahres ist inzwischen eine Nettoverschuldung von €25 Mio. geworden. Das Eigenkapital ging um 7% J/J auf 80 Mio. zurück. Durch die Bilanzausweitung um 31% auf €141 Mio. sank die Eigenkapitalquote von 80% auf 57%. Unter Einbezug des nachrangigen Darlehens von €10 Mio. lag die wirtschaftliche Eigenkapitalquote bei 64%.

Das Working Capital hat sich fast versechsfacht und lag zum Jahresende 2023 bei €29 Mio. Neben einem Anstieg der Vorräte (+34% J/J) sind insbesondere die Forderungen auf Lieferungen und Leistungen (von €8 Mio. auf €23 Mio) gestiegen. Allerdings gehen €15 Mio. auf die Lizenzvereinbarung mit SSI zurück. Gleichzeitig nahmen die Verbindlichkeiten aus L&L stark ab (€5,5 Mio. versus €11,2 Mio.). Wir gehen davon aus, dass Enapter noch im laufenden Jahr weitere finanzielle Mittel braucht, um das geplante Wachstum umzusetzen.

### Abbildung 2: Ausgewählte Bilanzpositionen

in € Mio.	2023A	2022A	Delta
Immaterielle Vw. & Goodwill	12,0	10,3	17%
Sachanlagen	72,9	67,9	7%
Nutzungsrechte	0,7	0,2	314%
<b>Anlagevermögen insgesamt</b>	<b>86,6</b>	<b>80,2</b>	<b>8%</b>
Vorräte	11,3	8,4	34%
Forderungen aus Lieferungen & Leistungen	23,3	8,0	190%
Liquide Mittel	14,6	5,1	188%
<b>Umlaufvermögen insgesamt</b>	<b>54,8</b>	<b>27,6</b>	<b>99%</b>
Eigenkapital	80,3	86,5	-7%
<i>Eigenkapitalquote</i>	<i>56,8%</i>	<i>80,2%</i>	<i>-23,4 PP</i>
Finanzverbindlichkeiten, langfristig	38,1	2,4	1508%
Finanzverbindlichkeiten, kurzfristig	1,0	0,9	15%
Leasingverbindlichkeiten, langfristig	0,6	0,5	23%
Leasingverbindlichkeiten, kurzfristig	0,1	0,1	16%
Nettoverschuldung	25,2	-1,2	n.a.
<i>Net Gearing (Nettoverschuldung/EK in %)</i>	<i>31,4%</i>	<i>-1,4%</i>	<i>n.a.</i>
Verbindlichkeiten aus Lieferungen & Leistungen	5,5	11,2	-51%
<b>Bilanzsumme</b>	<b>141,4</b>	<b>107,8</b>	<b>31%</b>

Quelle: First Berlin Equity Research, Enapter AG

## DER FREIE CASHFLOW BLEIBT DEUTLICH NEGATIV

Der operative Mittelabfluss war mit €-14,1 Mio. nur leicht geringer als im Vorjahr. Zwar fiel der Nettoverlust deutlich geringer aus als im Vorjahr, aber ein wesentlich höherer Working Capital-Bedarf (-€17 Mio.) belastete. Aufgrund von Investitionen von €10,4 Mio. (Produktionsstätten in Pisa und Saerbeck: ca. €5,9 Mio. sowie Entwicklungskosten) betrug der freie Cashflow €-24,5 Mio. Finanziert wurden die Mittelabflüsse durch die Aufnahme einer Inhaberschuldverschreibung (ca. €25,6 Mio.) und eines Aktionärsdarlehens (€10 Mio.). Der Nettocashflow lag bei €9,5 Mio. (vgl. Abbildung 3).

**Abbildung 3: Ausgewählte Positionen der Kapitalflussrechnung**

in € Mio.	2023A	2022A
Operativer Cashflow	-14,1	-15,5
CAPEX	-10,4	-49,4
Freier Cashflow	-24,5	-64,9
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-10,4	-49,5
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	34,0	50,4
Nettocashflow	9,5	-14,5

Quelle: First Berlin Equity Research, Enapter AG

## GUIDANCE FÜR 2024: LEICHTE UMSATZSTEIGERUNG UND NEGATIVES EBITDA IM EINSTELLIGEN MILLIONEN EURO-BEREICH

Für 2024 erwartet Enapter eine Steigerung der Umsätze auf €34 Mio. (+8% J/J) und ein EBITDA zwischen €-7 Mio. und €-8 Mio. (vgl. Abbildung 4). Das Geschäftsjahr 2024 ist vor allem geprägt durch hohe Vorlaufkosten für die Vorserienproduktion der großen Elektrolyseure. Zu beachten ist, dass die Umsatzguidance rein auf den erwarteten Produkterlösen (Elektrolyseuren, Zusatzkomponenten, Wartung/Service) fußt. Ein Erreichen der Guidance bedeutet damit mehr als eine Verdoppelung des Produktumsatzes J/J. Aufgrund der unterschiedlichen Produktions- und Lieferzeiten (ca. drei Monate bei den Einzelkern-Elektrolyseuren, ca. sechs Monate beim AEM Flex 120 kW, und ca. 12 Monate beim AEM Nexus 1000) erwarten wir, dass auch im laufenden Jahr ein großer Teil der Umsatzerlöse mit Einzelkern-Elektrolyseuren erzielt wird.

**Abbildung 4: Guidance 2024**

in € Mio.	2024	FBe
Umsatz	34	33,9
EBITDA	-7 bis -8	-8,1

Quelle: First Berlin Equity Research, Enapter AG

## STRATEGISCHE UND OPERATIVE ENTWICKLUNG

**Patentanmeldungen und F&E-Investitionen sichern technologische Führungsposition ab** Enapter hat weitere Patente zur Absicherung ihres technologischen Vorsprungs eingereicht. Dazu gehören Patente auf:

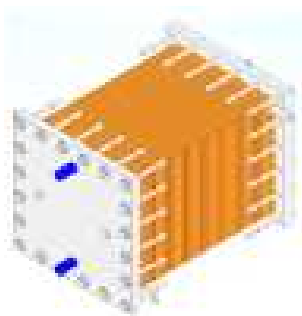
- weitere Varianten des Trockenkathoden-Elektrolyseurs,
- Mehrkernelektrolyseure und spezifische Komponenten (Gasblock, Recombiner und Blendenrückschlagventil),
- Softwarelösungen (z.B. Trockner-Kontrollnetzwerk),
- Maßnahmen zur Elektrolyt-Regenerierung und
- Membranentwicklungen.

Die Enapter-Gruppe beschäftigte Ende 2023 im Forschungs- und Entwicklungsbereich insgesamt 69 Mitarbeiter (Vj.: 85). Die F&E-Aufwendungen betrugen 2023 €5,5 Mio. (Vj: €6,9 Mio.). Bezogen auf die Produktumsatzerlöse entspricht dies einer Quote in Höhe von ca. 33% (Vj: 47%). Damit investiert das Unternehmen weiterhin massiv in die Absicherung und den Ausbau seiner Technologieführerschaft.

**Neuer Stack soll deutliche Kostensenkungen bringen** Enapter entwickelt gegenwärtig einen neuen Stack mit ca. 30 kW Inputleistung (vgl. Abbildung 5). Wesentliche geplante Verbesserungen sind:

- eine deutlich größere Leistung als beim gegenwärtigen Stack (Inputleistung: 30 kW versus 2,4 kW heute), was bei großen Elektrolyseuren im MW-Bereich zu einem vereinfachten Produktdesign führt und Kosten senkt;
- eine rechteckige Form, was Material spart;
- eine höhere Stromdichte, was den Output steigert;
- eine verringerte Nutzung von PGM (Platin Group Metals), was die Kosten senkt;
- eine höhere Lebensdauer von über 50.000 h (gegenwärtig: ca. 35.000 h), was die Wasserstoffgestehungskosten senkt.

**Abbildung 5: Stack „Model T“**



Quelle: First Berlin Equity Research, Enapter AG

Der Stack soll 2024 in die Prototyp-Testproduktion gehen und validiert werden. Vorgesehen ist, 50 - 100 Stacks zu bauen und zu testen. Der Stack soll ab 2025 sowohl in das Modell EL Model T als auch in der 2. Generation des AEM Multicore eingesetzt werden. Enapter will die Kosten für den AEM Nexus 1000 durch den Einsatz des neuen Stacks halbieren. Wir sehen die Entwicklung des Stacks als zentralen Pfeiler für den zukünftigen Erfolg von Enapter. Wenn es dem Unternehmen gelingt, den Stack wie geplant zu entwickeln und zu bauen und der Stack die geforderten Qualitätsmerkmale erreicht, wäre dies ein Quantensprung für das Unternehmen und seine Wettbewerbsstärke.

**Produktpalette vervollständigt** Angefangen hat Enapter mit dem Einzelkernelektrolyseur. Der Elektrolyseur EL 4.0 benötigt eine Inputleistung von 2,4 kW und erzeugt einen Wasserstoffoutput von 1,1 kg pro Tag. Der ursprüngliche Plan, den Einzelkernelektrolyseur als Massenprodukt herzustellen, hat Enapter aufgegeben, da die Nachfrage nach kleinen Elektrolyseuren weit hinter den ursprünglichen Erwartungen zurückblieb. Stattdessen hat das Unternehmen seine Produktpalette um größere Elektrolyseure erweitert. Dabei profitiert Enapter vom modularen Design ihrer Elektrolyseure, die alle – sowohl die Einzelkern- als auch die Multikern-Modelle – bauidentische Stacks nutzen.

Nachdem das Unternehmen einen großen Elektrolyseur (AEM Nexus 1000, 1,000 kW / 1 MW Inputleistung, Wasserstoffproduktion von 450 kg pro Tag) auf den Markt gebracht hat, wurde die Produktpalette letztes Jahr mit einem mittelgroßen Modell (AEM Flex 120: Inputleistung: 120 kW, Wasserstoffoutput: 54 kg pro Tag, vgl. Abbildung 6) vervollständigt. Der AEM Flex 120 zielt auf Kunden in der Industrie und der Betankungsbranche und wurde im September 2023 zum ersten Mal der Öffentlichkeit vorgestellt. Daraufhin erhielt Enapter kurzfristig 26 Vorbestellungen im Gesamtwert von ca. €7 Mio. Die erste Anlage wurde noch im Dezember an die ABC Klinkergruppe ausgeliefert und dort in den Testbetrieb genommen.

Die große Nachfrage nach Multikernlektrolyseuren (3/4 des Auftragsbestands von €26 Mio. zu Jahresbeginn) zeigt, dass die Erweiterung der Produktpalette um große Elektrolyseure die richtige strategische Entscheidung war. Allerdings ist diese Entscheidung mit Kosten verbunden. So musste Enapter viel Geld in die Entwicklung der neuen Produkte stecken. Darüber hinaus kann das Unternehmen das Potenzial der in Saerbeck für sehr viel Geld errichteten Fabrik bisher nur unzureichend nutzen. Die für die Massenproduktion von Einzelkernelektrolyseuren konzipierte Fabrik dient derzeit zur Montage von Mehrkernelektrolyseuren und wird teilweise fremdvermietet.

**Abbildung 6: Produktpalette**

Elektrolyseur	Stacks	Stromverbrauch (kW)	Produktion (kg H <sub>2</sub> / Tag)	Gewicht (kg)	Maße
AEM EL 4	1	2,4	1,08	42	48 x 64 x 27 cm
AEM Flex 120	50	120	53,9	3.700	3,2 x 2,5 x 3,0 m
AEM Nexus 1000	420	1.008	450	40.000	16 x 3 x 7 m

Quelle: First Berlin Equity Research, Enapter AG

**Auftragsbestand fast verdoppelt** Der Auftragsbestand betrug zum Jahresende 2023 ca. €26 Mio. (+86% J/J), wovon rund €14 Mio. ins Geschäftsjahr 2024 fallen. Ca. 3/4 des Auftragsvolumens entfallen auf Multikern-Geräte (Nexus 1000 und Flex 120), der übrige Anteil fußt auf Einzelkern-Elektrolyseuren des Typs AEM Elektrolyseur EL 4, Stacks und Hilfskomponenten. Das Neukundengeschäft hatte insgesamt einen Anteil von 60% aller eingegangenen Aufträge. Im ersten Quartal 2024 hat Enapter Auftragseingänge in Höhe von ca. €9,3 Mio. erhalten. Dies entspricht einer Steigerung von rd. 730 % gegenüber Q1/23 und ist ein sehr ermutigendes Zeichen für das weitere Unternehmenswachstum. Enapters US-Partner Clean H2 Inc., eine Tochter der Solar Invest International, hat bis Ende Mai bereits Aufträge für 2 MW Groß-Elektrolyseure und eine Vielzahl von Einzelkern-Elektrolyseuren akquiriert.

**Vertriebs- und Produktionskooperationen abgeschlossen** 2023 schloss Enapter eine exklusive Vertriebspartnerschaft mit Solar Invest International SE / Clean H2 für den US-Markt. Für die ihr übertragenen Rechte und Werte hat die Solar Invest International SE / Clean H2 sich zu einer Zahlung an Enapter in Höhe von €25 Mio. innerhalb von 12 Monaten verpflichtet. Die Vereinbarung erleichtert und beschleunigt die Vertriebsaktivitäten in den USA, einem der am schnellsten wachsenden Wasserstoffmärkte.



Im August 2023 unterzeichnete Enapter einen Rahmenliefervertrag im Wert von über €6 Mio. mit dem chinesischen Unternehmen Wolong, einem der weltweit führenden Motoren- und Antriebshersteller, der gemeinsam mit Enapter beabsichtigt, modulare Wasserstofflösungen in China wettbewerbsfähig zu machen. Im Januar 2024 gründeten beide Unternehmen ein Joint-Venture, das Stacks von Enapter (hergestellt in Pisa, Italien) erwerben und AEM-Elektrolyseure in China produzieren wird, um das große Potenzial des weltweit größten Elektrolyseur-Marktes zu erschließen. Enapter wird einen Anteil von 49% halten und eine exklusive lokale Lizenz für den Verkauf und die Produktion von Elektrolyseuren vergeben sowie Ingenieurdienstleistungen und technische Unterstützung für das Unternehmen bereitstellen. Die Wolong-Gruppe wird 51% der Anteile halten und rund €2 Mio. in bar in das Unternehmen einbringen sowie Finanzmittel, Produktionsmittel und lokales Personal für den Aufbau der Produktion und eines Vertriebs- und Servicenetzes bereitstellen.

## **KURZFRISTIGE RISIKEN HABEN ZUGENOMMEN – MITTELFRISTIGE CHANCEN SIND HERVORRAGEND**

Sah es vor ein paar Jahren für den Elektrolyseurmarkt im Allgemeinen und für Enapter im Besonderen nach einem schnellen Durchmarsch aus, so hat sich das Bild inzwischen grundlegend geändert. Der Markthochlauf dauert deutlich länger als erhofft. Der Aufbau einer Wasserstoffinfrastruktur verzögert sich und viele finale Investitionsentscheidungen werden zeitlich nach hinten geschoben. Jüngst hat thyssenkrupp nucera, einer der führenden Elektrolyseurhersteller weltweit, die Wachstumserwartungen für sein Wasserstoffgeschäft im laufenden Jahr um ca. 20% gesenkt. Ging das Unternehmen bisher von einem Umsatz im Geschäft mit alkalischen Wasserstoff-Elektrolyseuren von €600 Mio. bis €700 Mio. aus, so sieht die neue Guidance nur noch einen Umsatz von €500 Mio. bis €550 Mio. CEO Ponikvar begründete dies u.a. mit Unsicherheiten in der Regulierung.

Wir machen bei Enapter zwei wesentliche Risikokomplexe aus:

- technologisches Risiko
- finanzielles Risiko

Das technologische Risiko sehen wir in der Entwicklung des neuen Stacks und im Aufbau einer weitgehend automatisierten Stackmassenproduktion. Sollte es zu Verzögerungen bei der Stackentwicklung kommen oder der Stack nicht die gewünschten Leistungskriterien erreichen, würde sich der Aufbau der Stackmassenproduktion ebenfalls verzögern, was Umsatzausfälle zur Folge hätte. Auch beim Aufbau und Hochfahren der automatisierten Stackproduktion können sich Verzögerungen oder Qualitätsprobleme ergeben. Die Qualitätsproblematik gilt auch für die noch relativ neuen Mehrkern-Elektrolyseure. Da die ersten ausgelieferten Geräte erst kurz im Einsatz sind, können noch „Kinderkrankheiten“ auftreten.

Das finanzielle Risiko liegt in der Rückzahlung der Darlehensverpflichtungen und in der Beschaffung der darüber hinaus benötigten Mittel, um das weitere Wachstum inklusive der dazu erforderlichen Investitionen zu finanzieren. Sollte die rechtzeitige Umsetzung der geplanten Mittelzuführungen scheitern, wäre der Bestand der Gesellschaft gefährdet.

Enapter selbst schätzt das Gesamtrisiko der strategischen, operativen und finanziellen Risiken im Vergleich zum Vorjahr als erhöht ein. Gelingt es dem Unternehmen, die oben beschriebenen Hürden zu nehmen, sehen wir es im Wettbewerb hervorragend positioniert, um am zwar sich verzögernden, aber weiterhin von allen Experten erwarteten rasanten Wachstum des Marktes für grünen Wasserstoff zu partizipieren. Die Verzögerungen im Markthochlauf dürften zu einer Konsolidierung bei den Elektrolyseurproduzenten führen. Nach der Konsolidierung eröffnet sich den verbliebenen Anbietern ein struktureller Wachstumsmarkt mit attraktiven Margen – ein Eldorado eben.



Enapters AEM- Technologie verbindet die Vorteile der alkalischen Elektrolyse (preisgünstig, verlässlich) mit denen der Protonen Exchange Membran (PEM) -Elektrolyse (flexibel, reaktionsschnell, kompakt). Zentraler Vorteil gegenüber der PEM-Technologie ist die Iridiumfreiheit der AEM Elektrolyseure. Wie wir in unserer Untersuchung vom 19.10.2023 gezeigt haben, spricht viel dafür, dass die zunehmende Knappheit von Iridium die Wettbewerbsfähigkeit und Wachstumsaussichten der PEM-Technologie stark beeinträchtigen wird.

**Schätzungen bestätigt** Wir lassen unsere Schätzungen für 2024 unverändert. Dabei gehen wir nach Produktionsverzögerungen in Q1 davon aus, dass das erste Halbjahr eher schwach ausfallen wird, Enapter die Minderproduktion aber im zweiten Halbjahr wettmachen kann.

**Weiterhin Kaufen bei gesenktem Kursziel** Die erhöhten Risiken haben wir in unserer WACC-Schätzung berücksichtigt, die von 13,8% auf 15,1% steigt. Dies führt zu einem neuen Kursziel von €11 (bisher: €13). Sobald Enapter die skizzierten Hürden genommen hat, dürfte das Kurspotenzial (>100%) gehoben werden. 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>239.100</b>	<b>348.434</b>	<b>493.224</b>	<b>677.600</b>	<b>902.625</b>
<b>NOPLAT</b>	<b>-12.929</b>	<b>-13.049</b>	<b>1.976</b>	<b>13.073</b>	<b>25.227</b>	<b>38.636</b>	<b>51.471</b>	<b>71.655</b>
+ Abschreibungen	4.674	6.100	7.426	8.005	8.332	8.957	9.926	11.271
= Operativer Cashflow (netto)	-8.255	-6.948	9.402	21.078	33.558	47.593	61.398	82.926
- Gesamte Investitionen (Capex, WC, Sonstiges)	-2.234	-12.117	-29.469	-31.125	-37.480	-49.570	-63.142	-77.255
<i>Capex</i>	-17.607	-15.428	-15.527	-10.999	-15.014	-19.819	-25.256	-31.017
<i>Working Capital</i>	13.174	811	-13.942	-20.127	-22.466	-29.751	-37.886	-46.238
<i>Sonstiges</i>	2.200	2.500	0	0	0	0	0	0
= Freier Cashflow (FCF)	-10.489	-19.065	-20.067	-10.047	-3.922	-1.977	-1.744	5.671
<b>GW der FCFs</b>	<b>-9.654</b>	<b>-15.249</b>	<b>-13.948</b>	<b>-6.069</b>	<b>-2.058</b>	<b>-902</b>	<b>-691</b>	<b>1.952</b>

in Tsd EUR	
GWs der FCFs explizite Periode (2024E-2038E)	76.054
GWs der FCFs in der Terminalperiode	253.911
Unternehmenswert (EV)	329.964
+ Nettokasse / - Nettverbindlichkeiten	-25.236
+ Investitionen / Anteile Dritter	1
Shareholder Value	304.729
Verwässerte Aktienanzahl	27.195
<b>Fairer Wert</b>	<b>11,21</b>

Terminales Wachstum	4,0%
Terminale EBIT-Marge	13,3%

WACC		Umsatzwachstum in der Terminalperiode						
		2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%	5,0%	5,5%
12,1%	15,1%	20,02	20,72	21,50	22,37	23,36	24,49	25,80
13,1%	10,0%	16,02	16,50	17,04	17,63	18,29	19,04	19,88
14,1%	30,0%	12,89	13,23	13,60	14,02	14,47	14,98	15,54
15,1%	7,0%	10,40	10,65	10,91	11,21	11,52	11,87	12,26
16,1%	95,0%	8,40	8,58	8,78	8,98	9,21	9,46	9,73
17,1%	5,0%	6,78	6,91	7,05	7,21	7,37	7,55	7,74
18,1%	Kursziel 11,00	5,45	5,55	5,65	5,77	5,89	6,01	6,15

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



## GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd EUR	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>Umsatz</b>	<b>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
<b>Betriebsergebnis</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	98.805
<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>42.345</b>
Forschung & Entwicklung	0	0	0	0	0	0
Personalkosten	7.596	14.300	13.561	14.500	18.207	21.173
Sonstige betriebliche Erträge	1.367	2.799	4.116	3.217	1.347	1.412
Sonstige betriebliche Aufwendungen	5.828	8.648	13.867	9.312	10.106	14.115
<b>EBITDA</b>	<b>-7.619</b>	<b>-10.583</b>	<b>1.485</b>	<b>-8.067</b>	<b>-6.754</b>	<b>9.457</b>
Abschreibungen & Amortisation	1.002	2.276	4.168	4.674	6.100	7.426
<b>EBIT</b>	<b>-8.622</b>	<b>-12.859</b>	<b>-2.683</b>	<b>-12.741</b>	<b>-12.854</b>	<b>2.031</b>
Nettofinanzergebnis	-88	-97	-3.618	-6.117	-6.569	-7.533
Andere Finanzerträge / -aufwendungen	0	0	0	0	0	0
<b>EBT</b>	<b>-8.709</b>	<b>-12.955</b>	<b>-6.302</b>	<b>-18.858</b>	<b>-19.423</b>	<b>-5.501</b>
Steuern	-8	23	864	189	194	55
Minderheitsbeteiligungen	1	1	1	0	0	0
<b>Nettogewinn/ -verlust</b>	<b>-8.701</b>	<b>-12.977</b>	<b>-7.164</b>	<b>-19.046</b>	<b>-19.617</b>	<b>-5.556</b>
<b>EPS (verwässert)</b>	<b>-0,38</b>	<b>-0,51</b>	<b>-0,26</b>	<b>-0,70</b>	<b>-0,72</b>	<b>-0,20</b>
<b>Kennzahlen</b>						
Bruttomarge (auf Betriebsergebnis)	12,3%	21,0%	61,5%	27,0%	28,0%	30,0%
EBITDA-Marge (EBITDA / Umsatz)	-90,3%	-72,1%	4,7%	-23,8%	-10,0%	6,7%
EBIT-Marge	-102,1%	-87,6%	-8,5%	-37,6%	-19,1%	1,4%
Nettomarge	-103,1%	-88,5%	-22,7%	-56,2%	-29,1%	-3,9%
Steuersatz	0,1%	-0,2%	-13,7%	-1,0%	-1,0%	-1,0%
<b>Ausgaben in % vom Umsatz</b>						
Herstellungskosten	93,3%	81,9%	41,0%	73,0%	72,0%	70,0%
Personalkosten	90,0%	97,5%	42,9%	42,8%	27,0%	15,0%
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>57.878</b>	<b>52.661</b>	<b>71.480</b>
Liquide Mittel	19.604	5.071	14.589	30.980	25.346	28.747
Kurzfristige Investitionen	0	0	0	0	0	0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	2.638	8.014	23.269	11.132	11.075	15.468
Vorräte	3.604	8.421	11.310	10.158	10.632	21.656
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>99.765</b>	<b>109.294</b>	<b>117.455</b>
Sachanlagen	23.985	67.900	72.902	86.916	97.392	105.663
Goodwill & Immaterielle Vermögenswerte	7.110	10.272	11.973	11.094	10.147	10.037
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>157.644</b>	<b>161.955</b>	<b>188.935</b>
<b>Eigenkapital und Verbindlichkeiten</b>						
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt</b>	<b>10.397</b>	<b>16.070</b>	<b>18.745</b>	<b>31.625</b>	<b>22.852</b>	<b>28.403</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten (kurzfristig)	1.186	871	1.004	14.000	4.000	8.075
Leasingverbindlichkeiten	116	135	135	135	135	135
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	6.387	11.191	5.534	5.418	6.645	8.121
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>64.800</b>	<b>97.501</b>	<b>124.486</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten	2.708	2.371	38.108	58.108	88.108	115.032
Leasingverbindlichkeiten	471	579	781	982	1.043	1.097
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>61.220</b>	<b>41.602</b>	<b>36.046</b>
<b>Passiva</b>	<b>62.141</b>	<b>107.814</b>	<b>141.408</b>	<b>157.644</b>	<b>161.955</b>	<b>188.935</b>
<b>Kennzahlen</b>						
Current ratio (x)	2,88	1,72	2,92	1,83	2,30	2,52
Quick ratio (x)	2,53	1,19	2,32	1,51	1,84	1,75
Eigenkapitalquote	74,9%	80,2%	56,8%	38,8%	25,7%	19,1%
Nettoverbindlichkeiten	-15.711	-1.830	24.522	41.128	66.761	94.360
Net Gearing	-33,8%	-2,1%	30,6%	67,2%	160,5%	261,8%
Return on Equity (ROE)	-18,7%	-15,0%	-8,9%	-31,1%	-47,2%	-15,4%
Forderungsumschlag in Tagen	114	199	269	120	60	40
Vorratsumschlag in Tagen	167	256	319	150	80	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>-12.859</b>	<b>-2.683</b>	<b>-12.741</b>	<b>-12.854</b>	<b>2.031</b>
Abschreibungen	1.002	2.276	4.168	4.674	6.100	7.426
<b>EBITDA</b>	<b>-7.619</b>	<b>-10.583</b>	<b>1.485</b>	<b>-8.067</b>	<b>-6.754</b>	<b>9.457</b>
Veränderungen Working Capital	-1.136	-6.476	-16.962	13.174	811	-13.942
Sonstiges (Rückstellungen, Zinsen, etc.)	758	1.594	1.410	-6.306	-6.763	-7.588
<b>Operativer Cashflow</b>	<b>-7.997</b>	<b>-15.465</b>	<b>-14.067</b>	<b>-1.199</b>	<b>-12.706</b>	<b>-12.073</b>
Investitionen in Sachanlagen	-21.570	-44.989	-5.930	-16.930	-14.821	-14.115
Investitionen in immaterielle Vermögenswerte	-3.483	-4.436	-4.496	-677	-606	-1.412
<b>Freier Cashflow</b>	<b>-33.050</b>	<b>-64.890</b>	<b>-24.493</b>	<b>-18.806</b>	<b>-28.134</b>	<b>-27.599</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>-17.607</b>	<b>-15.428</b>	<b>-15.527</b>
Cashflow aus FK-Finanzierung, netto	2.463	-653	34.138	32.996	20.000	31.000
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>35.196</b>	<b>22.500</b>	<b>31.000</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>9.518</b>	<b>16.390</b>	<b>-5.634</b>	<b>3.401</b>
Cash am Anfang der Periode	4.248	19.604	5.071	14.589	30.980	25.346
<b>Cash zum Ende der Periode</b>	<b>19.604</b>	<b>5.070</b>	<b>14.589</b>	<b>30.980</b>	<b>25.346</b>	<b>28.747</b>

### Jährliches Wachstum

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%	3,5%	-36,1%	37,8%

## Imprint / Disclaimer

### First Berlin Equity Research

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

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

Anschrift:

First Berlin Equity Research GmbH

Friedrichstr. 69

10117 Berlin

Germany

Vertreten durch den Geschäftsführer: Martin Bailey

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

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

E-Mail: [info@firstberlin.com](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 29. Mai 2024 um 09:33 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...11	↓	↓	↓	↓
12	14. Februar 2023	€ 15,50	Buy	€ 20,00
13	29. Juni 2023	€ 11,90	Buy	€ 19,00
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	Heute	€ 4,51	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 Finanzinstruments 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.**