

# Enapter AG

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

Vorläufige Zahlen  
 2021

## BEWERTUNG

### KURSZIEL

Aufwärtspotenzial  
 Risikobewertung

## BUY

€ 24,00

26,2%  
 High

## 2021-GUIDANCE ERFÜLLT, 2022-GUIDANCE BESTÄTIGT

Enapter hat vorläufige Zahlen für 2021 veröffentlicht, die der Guidance und unserer Ergebnisprognose entsprechen. Mit einem Umsatz von €8,4 Mio. vervierfachte das Unternehmen seinen Umsatz im Jahresvergleich. Das EBITDA lag mit €-7,5 Mio. im Rahmen unserer Erwartung. Wir sehen in der Guidance-Erfüllung angesichts von Lieferengpässen eine bravouröse Leistung. Ein Auftragsbestand zum Jahresbeginn von €10,4 Mio. und eine Pipeline von Kundenanfragen von €260 Mio. machen uns zuversichtlich, dass Enapter ihre Guidance für 2022 (Umsatz: €45 Mio.) und unsere Prognose erfüllen wird. Der Aufbau der neuen Produktionsstätte in Saerbeck, Deutschland, verläuft bisher nach Plan. Enapter geht davon aus, dass erste Testproduktionen bereits 2022 erfolgen werden und die Produktion in mehreren Schritten sukzessive hochgefahren wird. Wir bewerten das Unternehmen weiterhin auf Basis eines DCF-Modells und eines Peergoupvergleichs, die beide hälftig in unsere Bewertung einfließen. Die deutlich gesunkene Peergroup-Bewertung führt zu einem neuen Kursziel von €24 (bisher: €46). Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung.

**Enapter hat geliefert** Trotz Lieferengpässen und pandemiebedingten Restriktionen hat Enapter den Umsatz 2021 auf €8,4 Mio. vervierfacht und damit die Umsatzguidance von €8,7 Mio. knapp erreicht. Während das EBITDA mit €-7,5 Mio. (FBe: €-7,5 Mio.) leicht besser als die Guidance von €-7,7 Mio. war, gelang beim Nettoergebnis (€-8,4 Mio.) eine Punktlandung (vgl. Abbildung 1 auf der nächsten Seite).

**Auftragsbestand verfünffacht & €260 Mio. Pipeline von Kundenanfragen** Mit einem Auftragsbestand von €10,4 Mio. zum Jahresbeginn 2021 erreichte Enapter eine Verfünffachung gegenüber dem Vorjahreswert von €2,0 Mio. Ca. 78% des Auftragsbestands fallen in das laufende Jahr, 22% ins Jahr 2023. Wir gehen davon aus, dass es sich bei letzterem um Aufträge für den AEM-Multicore, Enapters erstem Elektrolyseur der MW-Klasse, handelt.

(b.w.)

## FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

|                         | 2018    | 2019    | 2020    | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|-------------------------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|
| Umsatz (€ Mio.)         | 0,71    | 0,93    | 2,07    | 8,44   | 43,59  | 115,20 |
| Jährliches Wachstum     | na      | 30,9%   | 122,7%  | 307,7% | 416,4% | 164,3% |
| EBIT (€ Mio.)           | -1,09   | -1,50   | -3,54   | -8,42  | -8,53  | 1,80   |
| EBIT-Marge              | -152,8% | -161,5% | -171,2% | -99,8% | -19,6% | 1,6%   |
| Jahresübers. (€ Mio.)   | -1,09   | -1,52   | -3,57   | -8,53  | -9,95  | -1,16  |
| EPS (verwässert) (€)    | 0,00    | 0,00    | -0,16   | -0,38  | -0,41  | -0,05  |
| DPS (€)                 | 0,00    | 0,00    | 0,00    | 0,00   | 0,00   | 0,00   |
| FCF (€ Mio.)            | -0,98   | -3,36   | -6,17   | -28,72 | -95,76 | -14,51 |
| Nettoverschuldungsgrad  | -142,7% | -17,1%  | -32,2%  | -51,7% | 146,2% | 182,2% |
| Liquide Mittel (€ Mio.) | 0,77    | 1,35    | 4,25    | 28,71  | 9,86   | 9,65   |

## RISIKEN

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

## UNTERNEHMENSPROFIL

Enapter stellt standardisierte Elektrolyseure her, die nach dem Modulprinzip zu größeren Einheiten zusammengesetzt werden können. Enapters patentgeschützte AEM-Technologie verspricht großes Kostensenkungspotenzial. Gegenwärtig hat Enapter einen Produktionsstandort in Pisa, Italien und ca. 130 Mitarbeiter.

## HANDELSDATEN

Stand: 27. Jan 2022

|                                  |                 |
|----------------------------------|-----------------|
| Schlusskurs                      | € 19,02         |
| Aktien im Umlauf                 | 24,41 Mio.      |
| Marktkapitalisierung             | € 464,20 Mio.   |
| 52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse     | € 19,02 / 38,61 |
| Durchschnittsvolumen (12 Monate) | 4.312           |

| Multiples    | 2020  | 2021E | 2022E |
|--------------|-------|-------|-------|
| KGV          | n.a.  | n.a.  | n.a.  |
| EV/Sales     | 192,5 | 47,2  | 9,1   |
| EV/EBIT      | n.a.  | n.a.  | n.a.  |
| Div.-Rendite | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |

## KURSÜBERSICHT



## UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 30. Jun 2021

|                                |              |
|--------------------------------|--------------|
| Liquide Mittel                 | € 14,90 Mio. |
| Kurzfristige Vermögenswerte    | € 19,94 Mio. |
| Immaterielle Vermögenswerte    | € 5,60 Mio.  |
| Bilanzsumme                    | € 31,57 Mio. |
| Kurzfristige Verbindlichkeiten | € 5,22 Mio.  |
| Eigenkapital                   | € 22,48 Mio. |

## AKTIONÄRSSTRUKTUR

|                    |       |
|--------------------|-------|
| BluGreen           | 74,0% |
| Sergei Storozhenko | 4,4%  |
| Free Float         | 21,6% |

### Abbildung 1: Berichtete Zahlen versus Schätzungen

| Alle Zahlen in € Mio. | 2021A   | 2021E  | Delta | 2020A   | Delta | Guidance |
|-----------------------|---------|--------|-------|---------|-------|----------|
| Umsatz                | 8,4     | 9,3    | -9%   | 2,1     | 308%  | 8,7      |
| EBITDA                | -7,5    | -7,5   | -     | -2,9    | -     | -7,7     |
| Marge                 | -89,3%  | -80,8% |       | -141,1% |       | -88,5%   |
| Nettoergebnis         | -8,5    | -8,4   | -     | -3,6    | -     | -8,5     |
| Marge                 | -101,1% | -90,8% |       | -172,5% |       | -97,7%   |
| GPA (verwässert)      | -0,38   | -0,37  | -     | -0,16   | -     | n.a.     |

Quelle: First Berlin Equity Research, Enapter AG

Dieser wird erst ab 2023 ausgeliefert. Im Oktober 2021 hatte Enapter die erste Bestellung des erst im April 2021 vorgestellten AEM-Multicore vermeldet. Das Auftragsvolumen bezifferte das Unternehmen damals als im unteren einstelligen Millionenbereich liegend. Die Auslieferung an den deutschen Kunden Steinbeis-Innovationszentrum siz energie+ ist für Juni 2023 geplant.

Die Pipeline an Kundenanfragen ist im Jahresverlauf 2021 sprunghaft angestiegen und liegt aktuell bei ca. €260 Mio. Dabei handelt es sich um qualifizierte Anfragen von Kunden, denen Enapter anschließend ein konkretes Angebot unterbreitet hat. Selbst wenn man nur eine Erfolgsquote von 10% unterstellt, würde dies zu Aufträgen in Höhe von €26 Mio. führen.

**Guidance für 2022 bestätigt** Für 2022 erwartet Enapter einen Umsatz von €44,8 Mio., ein EBITDA von rund €-7 Mio. und ein EBIT von rund €-8,7 Mio. Damit hält das Unternehmen an seiner im August 2021 veröffentlichten Guidance für 2022 fest. Risiken bleiben die Pandemie und Lieferkettenprobleme.

**Bau der Massenproduktionsstätte schreitet planmäßig voran** Der Bau der neuen Produktionsstätte "Enapter Campus" in Saerbeck bei Münster verläuft planmäßig. Bis zum Jahresende sollen die ersten beiden von insgesamt vier Bauabschnitten fertig gestellt sein. Enapter geht davon aus, dass erste Testproduktionen bereits 2022 erfolgen werden und die Produktion dann in mehreren Schritten sukzessive hochgefahren wird.

**Schätzungen bestätigt** Nach der Bestätigung der Guidance für 2022 halten wir an unseren Schätzungen für das laufende Jahr fest. Die wesentliche Restriktion sehen wir nicht in der Nachfrage, sondern in der Produktion inklusive der Lieferkette. Wir gehen weiterhin davon aus, dass Enapter gute Chancen hat, ihren Umsatz 2022 im Jahresvergleich mehr als zu verfünffachen.

**Niedrigere Peer-Group-Bewertung wirkt sich auf das Kursziel aus** Während die Bewertung in unserem DCF-Modell moderat ansteigt (€17,92 versus €17,56 im letzten Bericht vom 11.11.2021), fällt die Peer-Group-Bewertung durch den starken Kursrückgang der meisten Peers deutlich niedriger aus (€29,98 versus €73,53).

**Weiterhin Kaufen bei gesenktem Kursziel** Unser Bewertungsmodell gewichtet beide Bewertungsansätze (DCF-Modell und Peergroup-Multiplikator) mit 50%. Damit ergibt sich ein neues Kursziel von €24 (bisher: €46). Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung.



## BEWERTUNGSMODELL

Wir berechnen den fairen Wert von Enapter auf der Basis eines DCF-Modells und einer Peergroup-Analyse. Dabei gewichten wir beide Bewertungsmodelle mit 50%.

### DCF-MODELL

Das DCF-Modell diskontiert die zukünftig generierten freien Cashflows auf den Gegenwartswert (GW) ab. Wir verwenden ein Drei-Phasen-Modell, welches die Phase 1 bis einschließlich 2026E detailliert schätzt. Für die Phase 2 von 2027E bis 2035E werden die freien Cashflows anhand von Annahmen zu den wichtigsten modellrelevanten Größen (Umsatz, EBIT, Abschreibungen, CAPEX, Working Capital) ermittelt. Die dritte Phase berechnet den Terminal Value.

Abbildung 2: DCF-Modell

| DCF Bewertungsmodell*                          | 2021E   | 2022E   | 2023E   | 2024 E  | 2025 E  | 2026 E  | 2027 E  | 2028E   |
|--|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Alle Angaben in Tsd EUR                        |         |         |         |         |         |         |         |         |
| Nettoumsatz                                    | 9.253   | 43.588  | 115.200 | 193.536 | 258.048 | 353.894 | 438.829 | 544.147 |
| NOPLAT   | -8.352  | -8.530  | 1.805   | 12.190  | 19.579  | 26.408  | 31.462  | 41.759  |
| + Abschreibungen                               | 882     | 2.618   | 6.668   | 6.864   | 7.030   | 7.338   | 7.841   | 8.470   |
| = Operativer Cashflow (netto)                  | -7.470  | -5.912  | 8.473   | 19.054  | 26.609  | 33.745  | 39.303  | 50.229  |
| - Gesamte Investitionen (Capex, WC, Sonstiges) | -17.779 | -76.523 | -17.719 | -16.920 | -17.475 | -27.318 | -28.590 | -33.967 |
| Capex  | -21.336 | -84.236 | -10.598 | -9.677  | -12.199 | -15.764 | -18.351 | -21.271 |
| Working Capital                                | 258     | -4.187  | -9.421  | -9.443  | -7.777  | -11.554 | -10.239 | -12.696 |
| Sonstiges                                      | 3.300   | 11.900  | 2.300   | 2.200   | 2.500   | 0       | 0       | 0       |
| = Freier Cashflow (FCF)                        | -25.249 | -82.435 | -9.246  | 2.133   | 9.134   | 6.427   | 10.713  | 16.262  |
| GW der FCFs                                    | -25.249 | -74.765 | -7.545  | 1.566   | 6.032   | 3.819   | 5.728   | 7.820   |

#### in Tsd EUR

|  |         |
|--|---------|
| GWs der FCFs explizite Periode (2021E-2035E)   | 47.300  |
| GWs der FCFs in der Terminalperiode            | 349.137 |
| Unternehmenswert (EV)                          | 396.437 |
| + Nettokasse / - Nettoverbindlichkeiten (p.f.) | 40.987  |
| + Investitionen / Anteile Dritter              | 1       |
| Shareholder Value                              | 437.425 |
| Verwässerte Aktienanzahl                       | 24.406  |
| Fairer Wert                                    | 17,92   |

|                      |       |
|----------------------|-------|
| Terminales Wachstum  | 4,0%  |
| Terminale EBIT-Marge | 14,9% |

| WACC                              | 11,1% |
|-----------------------------------|-------|
| Eigenkapitalkosten                | 11,6% |
| Fremdkapitalkosten (vor Steuern)  | 3,5%  |
| Normaler Steuersatz               | 30,0% |
| Fremdkapitalkosten (nach Steuern) | 2,5%  |
| EK-Anteil                         | 95,0% |
| FK-Anteil                         | 5,0%  |

| WACC  |       | Umsatzwachstum in der Terminalperiode |       |       |       |       |        |      |
|-------|-------|---------------------------------------|-------|-------|-------|-------|--------|------|
|       |       | 2,5%                                  | 3,0%  | 3,5%  | 4,0%  | 4,5%  | 5,0%   | 5,5% |
| 7,1%  | 44,36 | 48,49                                 | 53,75 | 60,68 | 70,23 | 84,25 | 106,79 |      |
| 8,1%  | 33,02 | 35,37                                 | 38,22 | 41,76 | 46,27 | 52,22 | 60,42  |      |
| 9,1%  | 25,34 | 26,78                                 | 28,46 | 30,48 | 32,93 | 35,97 | 39,84  |      |
| 10,1% | 19,87 | 20,79                                 | 21,85 | 23,08 | 24,53 | 26,26 | 28,37  |      |
| 11,1% | 15,82 | 16,44                                 | 17,13 | 17,92 | 18,83 | 19,89 | 21,14  |      |
| 12,1% | 12,74 | 13,16                                 | 13,63 | 14,16 | 14,76 | 15,44 | 16,22  |      |
| 13,1% | 10,34 | 10,64                                 | 10,96 | 11,32 | 11,73 | 12,18 | 12,70  |      |
| 14,1% | 8,43  | 8,65                                  | 8,88  | 9,13  | 9,41  | 9,73  | 10,07  |      |

\* aus Layoutgründen werden nur die Jahre bis 2028 gezeigt, das Modell reicht aber bis 2035

Quelle: First Berlin Equity Research, Enapter AG

## PEERGROUP-ANALYSE

Für die Peergroup-Analyse wählen wir die wichtigsten gelisteten Elektrolyseurhersteller aus, bei denen der Fokus klar auf der Produktion von Elektrolyseuren liegt. Dazu zählen die Unternehmen ITM Power Plc, McPhy Energy S.A. und Nel ASA.

Außerdem werden die wichtigsten Brennstoffzellenhersteller berücksichtigt, da diese ähnlich vom Trend hin zu (grünem) Wasserstoff profitieren dürften wie die Elektrolyseur-Anbieter. Die Brennstoffzellentechnologie ist die Umkehrung der Elektrolysetechnologie. Der Wasserstoff wird in der Brennstoffzelle in einer elektrochemischen Reaktion in Strom und Wasser umgewandelt. Brennstoffzellen werden zur stationären und mobilen Stromversorgung sowie als Fahrzeugantrieb (Gabelstapler, Auto, Bus, LKW, Bahn, Schiff, zukünftig Flugzeug) genutzt. Die wichtigsten gelisteten Brennstoffzellenhersteller sind Ballard Power, Plug Power, FuelCell Energy, Ceres Power, und SFC Energy. Darüber hinaus ist das norwegische Unternehmen Hexagon Purus Bestandteil der Peergroup. Die Tochter von Hexagon Composites ging im Dezember 2020 an die Börse und stellt Wasserstoffspeichersysteme für Elektrofahrzeuge her. Der Peergroup-Vergleich basiert auf den Analysten-Konsensschätzungen für die Jahre 2021-2023 (Quelle: Bloomberg).

Abbildung 3: Peer-Group von Enapter

| Basisdaten der Peer-Group-Analyse |     |               |                  |                  |       |       |       |        |         |         |        |        |        |        |        |        |
|-----------------------------------|-----|---------------|------------------|------------------|-------|-------|-------|--------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Unternehmen                       | LW  | Kurs<br>in LW | MK<br>in Mio. LW | EV<br>in Mio. LW | EPS   |       |       | Umsatz |         |         | EBITDA |        |        | EBIT   |        |        |
|                                   |     |               |                  |                  | 21e   | 22e   | 23e   | 21e    | 22e     | 23e     | 21e    | 22e    | 23e    | 21e    | 22e    | 23e    |
| ITM Power                         | GBP | 2,42          | 1.482,6          | 1.324,9          | -0,04 | -0,05 | -0,05 | 5,3    | 21,8    | 66,2    | -17,9  | -22,9  | -22,5  | -20,9  | -29,5  | -33,2  |
| McPhy Energy                      | EUR | 15,45         | 431,7            | 250,8            | -0,73 | -0,77 | -0,74 | 14,2   | 22,1    | 45,0    | -16,8  | -18,2  | -15,1  | -20,1  | -21,3  | -20,8  |
| NEL                               | NOK | 11,39         | 16.631,2         | 13.824,3         | -0,75 | -0,29 | -0,14 | 821,5  | 1.212,5 | 1.993,6 | -388,5 | -287,4 | -80,6  | -509,5 | -444,6 | -250,3 |
| Ballard Power Systems             | USD | 8,94          | 2.661,3          | 1.453,1          | -0,32 | -0,29 | -0,23 | 97,1   | 126,1   | 194,0   | -79,2  | -75,7  | -55,2  | -83,0  | -88,2  | -77,4  |
| Plug Power                        | USD | 18,26         | 10.524,3         | 6.921,6          | -0,58 | -0,26 | -0,07 | 497,4  | 913,6   | 1.403,1 | -193,0 | -3,3   | 155,6  | -292,4 | -135,6 | -22,3  |
| FuelCell Energy                   | USD | 3,56          | 1.305,4          | 1.038,0          | -0,25 | -0,24 | -0,21 | 77,0   | 146,1   | 173,1   | -27,4  | -46,7  | -27,1  | -53,5  | -76,4  | -62,3  |
| Ceres Power                       | GBP | 5,75          | 1.095,7          | 838,1            | -0,09 | -0,08 | -0,07 | 32,1   | 35,1    | 38,2    | -15,0  | -13,2  | -9,6   | -19,7  | -18,7  | -16,1  |
| Hexagon Purus                     | NOK | 16,51         | 3.855,7          | 3.301,2          | -1,49 | -1,43 | -1,21 | 387,0  | 738,0   | 1.270,0 | -288,0 | -330,0 | -236,5 | -335,0 | -411,5 | -344,5 |
| SFC Energy                        | EUR | 21,20         | 306,8            | 295,2            | -0,12 | 0,20  | 0,56  | 63,5   | 83,0    | 124,0   | 6,8    | 8,8    | 16,8   | -0,4   | 4,3    | 11,4   |

  

| Peer-Group Enapter    |     |               |                  |                  |      |       |      |             |      |      |             |      |      |           |      |      |
|-----------------------|-----|---------------|------------------|------------------|------|-------|------|-------------|------|------|-------------|------|------|-----------|------|------|
| Unternehmen           | LW  | Kurs<br>in LW | MK<br>in Mio. LW | EV<br>in Mio. LW | KGV  |       |      | EV / Umsatz |      |      | EV / EBITDA |      |      | EV / EBIT |      |      |
|                       |     |               |                  |                  | 21e  | 22e   | 23e  | 21e         | 22e  | 23e  | 21e         | 22e  | 23e  | 21e       | 22e  | 23e  |
| ITM Power             | GBP | 2,42          | 1.482,6          | 1.324,9          | neg. | neg.  | neg. | 251,7       | 60,7 | 20,0 | neg.        | neg. | neg. | neg.      | neg. | neg. |
| McPhy Energy          | EUR | 15,45         | 431,7            | 250,8            | neg. | neg.  | neg. | 17,7        | 11,4 | 5,6  | neg.        | neg. | neg. | neg.      | neg. | neg. |
| NEL                   | NOK | 11,39         | 16.631,2         | 13.824,3         | neg. | neg.  | neg. | 16,8        | 11,4 | 6,9  | neg.        | neg. | neg. | neg.      | neg. | neg. |
| Ballard Power Systems | USD | 8,94          | 2.661,3          | 1.453,1          | neg. | neg.  | neg. | 15,0        | 11,5 | 7,5  | neg.        | neg. | neg. | neg.      | neg. | neg. |
| Plug Power            | USD | 18,26         | 10.524,3         | 6.921,6          | neg. | neg.  | neg. | 13,9        | 7,6  | 4,9  | neg.        | neg. | neg. | 44,5      | neg. | neg. |
| FuelCell Energy       | USD | 3,56          | 1.305,4          | 1.038,0          | neg. | neg.  | neg. | 13,5        | 7,1  | 6,0  | neg.        | neg. | neg. | neg.      | neg. | neg. |
| Ceres Power           | GBP | 5,75          | 1.095,7          | 838,1            | neg. | neg.  | neg. | 26,1        | 23,9 | 22,0 | neg.        | neg. | neg. | neg.      | neg. | neg. |
| Hexagon Purus         | NOK | 16,51         | 3.855,7          | 3.301,2          | neg. | neg.  | neg. | 8,5         | 4,5  | 2,6  | neg.        | neg. | neg. | neg.      | neg. | neg. |
| SFC Energy            | EUR | 21,20         | 306,8            | 295,2            | neg. | 107,6 | 37,9 | 4,6         | 3,6  | 2,4  | 43,4        | 33,4 | 17,6 | neg.      | 68,6 | 25,8 |
| Mittelwert            |     |               |                  |                  | n.a. | 107,6 | 37,9 | 40,9        | 15,7 | 8,7  | 43,4        | 33,4 | 31,0 | n.a.      | 68,6 | 25,8 |
| Median                |     |               |                  |                  | n.a. | 107,6 | 37,9 | 15,0        | 11,4 | 6,0  | 43,4        | 33,4 | 31,0 | n.a.      | 68,6 | 25,8 |

Quelle: First Berlin Equity Research; Bloomberg

Da die Konsensschätzungen 2021E-2023E für EBITDA, EBIT und EPS der meisten Peergroup-Unternehmen negativ sind, ist eine Bewertung von Enapter auf Basis von Multiplikatoren wie EV/EBITDA, EV/EBIT und KGV nicht möglich. Der einzige zur Verfügung stehende Multiplikator ist EV/Umsatz. Hier ergibt sich für 2023E ein Peergroup-Medianwert von 6,0 (zuletzt: 15,4, vgl. Abbildung 3). Auf der Basis unserer Enapter-Umsatzschätzung für das Jahr 2023 von €115,2 Mio. und des 2023E Median-Umsatzmultiplikators von 6,0 ergibt sich ein fairer EV von €115,2 Mio. \* 6,0 = €690,7 Mio. Nach unserem Modell beträgt Enapters pro forma Cashposition €40,1 Mio., was zu einem fairen Shareholder Value von €731,7 Mrd. führt. Basierend auf der von uns berechneten verwässerten Aktienanzahl von 24,41 Mio. ergibt sich ein fairer Wert von €29,98 (vgl. Abbildung 4 auf der nächsten Seite).

**Abbildung 4: Peer-Group-basierte Bewertung von Enapter**

| Fairer Wert, Peergroup-basiert          | Einheit | neu   | alt     |
|---|---------|-------|---------|
| EV/Umsatz-Multiplikator 2023E           | x       | 6,0   | 15,4    |
| Umsatz Enapter 2023E                    | € Mio.  | 115,2 | 115,2   |
| Fairer EV                               | € Mio.  | 690,7 | 1.778,0 |
| Nettocashposition (pro forma)           | € Mio.  | 41,0  | 41,0    |
| Fairer Shareholder Value                | € Mio.  | 731,7 | 1.819,0 |
| Verwässerte Aktienanzahl, abdiskontiert | Mio.    | 24,41 | 24,41   |
| Fairer Wert pro Aktie                   | €       | 29,98 | 74,53   |

Quelle: First Berlin Equity Research

## FAIRER WERT UND KURSZIEL

Wir leiten unser Kursziel sowohl von unserer DCF-Modell-basierten als auch von unserer Peergroup-basierten Bewertung ab und gewichten beide mit 50%. Daraus ergibt sich ein Kursziel von €24 (bisher: €46, vgl. Abbildung 5).

**Abbildung 5: Kurszielberechnung**

| in €                   | neu   | alt   |
|------------------------|-------|-------|
| Fairer Wert DCF-Modell | 17,92 | 17,56 |
| Fairer Wert Peergroup  | 29,98 | 74,53 |
| Mittelwert             | 23,95 | 46,04 |
| Kursziel               | 24,00 | 46,00 |

Quelle: First Berlin Equity Research



## GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

| Alle Angaben in Tsd EUR                     | 2019A         | 2020A         | 2021E         | 2022E         | 2023E          | 2024E          | 2025E          | 2026E          |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Umsatz</b>                               | <b>929</b>    | <b>2.070</b>  | <b>8.440</b>  | <b>43.588</b> | <b>115.200</b> | <b>193.536</b> | <b>258.048</b> | <b>353.894</b> |
| Bestandsveränderungen                       | 107           | 242           | 740           | 0             | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Andere aktivierte Eigenleistungen           | 1.805         | 2.208         | 2.406         | 2.179         | 2.304          | 2.516          | 3.143          | 4.022          |
| Herstellungskosten                          | 1.108         | 2.320         | 8.790         | 32.255        | 80.640         | 135.475        | 180.634        | 247.726        |
| <b>Bruttogewinn (Umsatz ./ Herstkosten)</b> | <b>-179</b>   | <b>-250</b>   | <b>-350</b>   | <b>11.333</b> | <b>34.560</b>  | <b>58.061</b>  | <b>77.414</b>  | <b>106.168</b> |
| Personalkosten                              | 1.827         | 3.356         | 6.612         | 12.343        | 16.219         | 24.192         | 31.130         | 41.148         |
| Sonstige betriebliche Erträge               | 73            | 605           | 463           | 872           | 1.728          | 2.516          | 3.284          | 4.408          |
| Sonstige betriebliche Aufwendungen          | 1.232         | 2.369         | 4.189         | 7.953         | 13.900         | 19.354         | 25.218         | 33.781         |
| <b>EBITDA</b>                               | <b>-1.253</b> | <b>-2.920</b> | <b>-7.543</b> | <b>-5.912</b> | <b>8.473</b>   | <b>19.547</b>  | <b>27.494</b>  | <b>39.668</b>  |
| Abschreibungen & Amortisation               | 248           | 625           | 882           | 2.618         | 6.668          | 6.864          | 7.030          | 7.338          |
| <b>EBIT</b>                                 | <b>-1.501</b> | <b>-3.544</b> | <b>-8.425</b> | <b>-8.530</b> | <b>1.805</b>   | <b>12.683</b>  | <b>20.464</b>  | <b>32.331</b>  |
| Nettofinanzergebnis                         | -15           | -21           | -101          | -1.421        | -2.961         | -2.811         | -2.769         | -2.716         |
| Andere Finanzerträge / -aufwendungen        | 0             | 0             | 0             | 0             | 0              | 0              | 0              | 0              |
| <b>EBT</b>                                  | <b>-1.516</b> | <b>-3.565</b> | <b>-8.526</b> | <b>-9.950</b> | <b>-1.156</b>  | <b>9.872</b>   | <b>17.695</b>  | <b>29.614</b>  |
| Steuern                                     | 0             | 3             | 0             | 0             | 0              | 494            | 885            | 5.923          |
| Minderheitsbeteiligungen                    | -2            | -1            | 0             | 0             | 0              | 0              | 0              | 0              |
| <b>Nettogewinn/ -verlust</b>                | <b>-1.518</b> | <b>-3.569</b> | <b>-8.526</b> | <b>-9.950</b> | <b>-1.156</b>  | <b>9.379</b>   | <b>16.810</b>  | <b>23.692</b>  |
| <b>Kennzahlen</b>                           |               |               |               |               |                |                |                |                |
| Bruttomarge                                 | -19,2%        | -12,1%        | -4,2%         | 26,0%         | 30,0%          | 30,0%          | 30,0%          | 30,0%          |
| EBITDA-Marge                                | -134,8%       | -141,0%       | -89,4%        | -13,6%        | 7,4%           | 10,1%          | 10,7%          | 11,2%          |
| EBIT-Marge                                  | -161,5%       | -171,2%       | -99,8%        | -19,6%        | 1,6%           | 6,6%           | 7,9%           | 9,1%           |
| Nettomarge                                  | -163,4%       | -172,4%       | -101,0%       | -22,8%        | -1,0%          | 4,8%           | 6,5%           | 6,7%           |
| Steuersatz                                  | 0,0%          | -0,1%         | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%           | 5,0%           | 5,0%           | 20,0%          |
| <b>Ausgaben in % vom Umsatz</b>             |               |               |               |               |                |                |                |                |
| Herstellungskosten                          | 0,0%          | 112,1%        | 104,2%        | 74,0%         | 70,0%          | 70,0%          | 70,0%          | 70,0%          |
| Personalkosten                              | 0,0%          | 162,1%        | 78,3%         | 28,3%         | 14,1%          | 12,5%          | 12,1%          | 11,6%          |
| Sonstige betriebliche Aufwendungen          | 132,5%        | 114,4%        | 49,6%         | 18,2%         | 12,1%          | 10,0%          | 9,8%           | 9,5%           |
| <b>Jährliches Wachstum</b>                  |               |               |               |               |                |                |                |                |
| Gesamtumsatz                                | 30,9%         | 122,7%        | 307,7%        | 416,4%        | 164,3%         | 68,0%          | 33,3%          | 37,1%          |
| Operatives Ergebnis                         | n.m.          | n.m.          | n.m.          | n.m.          | n.m.           | 602,9%         | 61,3%          | 58,0%          |
| Nettogewinn/ -verlust                       | n.m.          | n.m.          | n.m.          | n.m.          | n.m.           | n.m.           | 79,2%          | 40,9%          |



## BILANZ

| Alle Angaben in Tsd EUR                          | 2019A        | 2020A         | 2021E         | 2022E          | 2023E          | 2024E          | 2025E          | 2026E          |
|--|--------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Vermögen</b>                                  |              |               |               |                |                |                |                |                |
| <b>Umlaufvermögen, gesamt</b>                    | <b>3.530</b> | <b>6.633</b>  | <b>32.785</b> | <b>20.528</b>  | <b>33.277</b>  | <b>48.637</b>  | <b>64.728</b>  | <b>87.345</b>  |
| Liquide Mittel                                   | 1.354        | 4.248         | 28.715        | 9.859          | 9.651          | 9.559          | 12.924         | 16.635         |
| Kurzfristige Investitionen                       | 255          | 0             | 0             | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Forderungen aus Lieferungen und Leistungen       | 38           | 184           | 761           | 3.583          | 9.468          | 15.907         | 21.209         | 29.087         |
| Vorräte  | 862          | 1.300         | 2.408         | 6.186          | 13.256         | 22.270         | 29.693         | 40.722         |
| Sonstige Forderungen                             | 1.020        | 901           | 901           | 901            | 901            | 901            | 901            | 901            |
| <b>Anlagevermögen, gesamt</b>                    | <b>4.469</b> | <b>7.917</b>  | <b>28.558</b> | <b>110.290</b> | <b>114.335</b> | <b>117.216</b> | <b>122.446</b> | <b>130.928</b> |
| Sachanlagen                                      | 1.245        | 2.870         | 21.371        | 99.983         | 100.896        | 100.648        | 101.999        | 105.530        |
| Goodwill & Immaterielle Vermögenswerte           | 2.071        | 3.977         | 6.116         | 9.236          | 12.368         | 15.497         | 19.376         | 24.326         |
| Nutzungsrechte                                   | 1.119        | 1.033         | 1.033         | 1.033          | 1.033          | 1.033          | 1.033          | 1.033          |
| Sonstige Vermögenswerte                          | 34           | 38            | 38            | 38             | 38             | 38             | 38             | 38             |
| <b>Aktiva</b>                                    | <b>7.999</b> | <b>14.550</b> | <b>61.342</b> | <b>130.818</b> | <b>147.612</b> | <b>165.853</b> | <b>187.174</b> | <b>218.273</b> |
| <b>Eigenkapital und Verbindlichkeiten</b>        |              |               |               |                |                |                |                |                |
| <b>Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt</b>    | <b>2.742</b> | <b>4.452</b>  | <b>7.980</b>  | <b>13.392</b>  | <b>21.342</b>  | <b>19.937</b>  | <b>21.886</b>  | <b>29.238</b>  |
| Zinstragende Verbindlichkeiten (kurzfristig)     | 915          | 1.415         | 3.000         | 6.000          | 10.415         | 3.000          | 0              | 0              |
| Leasingverbindlichkeiten                         | 83           | 109           | 109           | 109            | 109            | 109            | 109            | 109            |
| Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen | 583          | 947           | 2.890         | 5.302          | 8.837          | 14.847         | 19.795         | 27.148         |
| Rückstellungen (kurzfristig)                     | 62           | 239           | 239           | 239            | 239            | 239            | 239            | 239            |
| Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten          | 1.181        | 1.851         | 1.851         | 1.851          | 1.851          | 1.851          | 1.851          | 1.851          |
| <b>Langfristige Verbindlichkeiten, gesamt</b>    | <b>1.327</b> | <b>1.353</b>  | <b>3.639</b>  | <b>77.653</b>  | <b>87.654</b>  | <b>97.922</b>  | <b>100.483</b> | <b>100.538</b> |
| Zinstragende Verbindlichkeiten                   | 21           | 21            | 21            | 62.021         | 69.606         | 77.606         | 77.606         | 77.606         |
| Leasingverbindlichkeiten                         | 639          | 754           | 868           | 983            | 1.051          | 1.112          | 1.167          | 1.217          |
| Passive Rechnungsabgrenzungsposten               | 502          | 486           | 486           | 486            | 486            | 486            | 486            | 486            |
| Sonstige langfristige Verbindlichkeiten          | 165          | 2.378         | 14.278        | 16.578         | 18.778         | 21.278         | 21.278         | 21.278         |
| <b>Anteile Dritter</b>                           | <b>0</b>     | <b>1</b>      | <b>1</b>      | <b>1</b>       | <b>1</b>       | <b>1</b>       | <b>1</b>       | <b>1</b>       |
| <b>Eigenkapital</b>                              | <b>3.931</b> | <b>8.744</b>  | <b>49.723</b> | <b>39.772</b>  | <b>38.616</b>  | <b>47.994</b>  | <b>64.805</b>  | <b>88.496</b>  |
| <b>Passiva</b>                                   | <b>7.999</b> | <b>14.550</b> | <b>61.342</b> | <b>130.818</b> | <b>147.612</b> | <b>165.853</b> | <b>187.174</b> | <b>218.273</b> |
| <b>Kennzahlen</b>                                |              |               |               |                |                |                |                |                |
| Current ratio (x)                                | 1,29         | 1,49          | 4,11          | 1,53           | 1,56           | 2,44           | 2,96           | 2,99           |
| Quick ratio (x)                                  | 0,97         | 1,20          | 3,81          | 1,07           | 0,94           | 1,32           | 1,60           | 1,59           |
| Nettoverbindlichkeiten                           | -673         | -2.812        | -25.694       | 58.162         | 70.370         | 71.047         | 64.682         | 60.971         |
| Net Gearing                                      | -17,1%       | -32,2%        | -51,7%        | 146,2%         | 182,2%         | 148,0%         | 99,8%          | 68,9%          |
| Return on Equity (ROE)                           | -38,6%       | -40,8%        | -17,1%        | -25,0%         | -3,0%          | 19,5%          | 25,9%          | 26,8%          |
| Forderungsumschlag in Tagen                      | 15,1         | 32,5          | 32,9          | 30,0           | 30,0           | 30,0           | 30,0           | 30,0           |
| Vorratsumschlag in Tagen                         | 284,1        | 204,5         | 100,0         | 70,0           | 60,0           | 60,0           | 60,0           | 60,0           |
| Kreditorenlaufzeit in Tagen                      | 192,2        | 149,1         | 120,0         | 60,0           | 40,0           | 40,0           | 40,0           | 40,0           |



## CASHFLOWRECHNUNG

| Alle Angaben in Tsd EUR                      | 2019A         | 2020A         | 2021 E         | 2022 E         | 2023E          | 2024E         | 2025 E         | 2026E          |
|--|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|---------------|----------------|----------------|
| <b>EBIT</b>                                  | <b>-1.501</b> | <b>-3.544</b> | <b>-8.425</b>  | <b>-8.530</b>  | <b>1.805</b>   | <b>12.683</b> | <b>20.464</b>  | <b>32.331</b>  |
| Abschreibungen                               | 248           | 625           | 882            | 2.618          | 6.668          | 6.864         | 7.030          | 7.338          |
| <b>EBITDA</b>                                | <b>-1.253</b> | <b>-2.920</b> | <b>-7.543</b>  | <b>-5.912</b>  | <b>8.473</b>   | <b>19.547</b> | <b>27.494</b>  | <b>39.668</b>  |
| Veränderungen Working Capital                | 89            | 528           | 258            | -4.187         | -9.421         | -9.443        | -7.777         | -11.554        |
| Sonstiges (Rückstellungen, Zinsen, etc.)     | 18            | 255           | -101           | -1.421         | -2.961         | -3.305        | -3.653         | -8.639         |
| <b>Operativer Cashflow</b>                   | <b>-1.146</b> | <b>-2.137</b> | <b>-7.386</b>  | <b>-11.520</b> | <b>-3.909</b>  | <b>6.799</b>  | <b>16.064</b>  | <b>19.475</b>  |
| Investitionen in Sachanlagen                 | -381          | -1.830        | -19.023        | -80.749        | -6.912         | -5.806        | -7.390         | -9.652         |
| Investitionen in immaterielle Vermögenswerte | -1.829        | -2.208        | -2.313         | -3.487         | -3.686         | -3.871        | -4.809         | -6.113         |
| <b>Freier Cashflow</b>                       | <b>-3.356</b> | <b>-6.175</b> | <b>-28.723</b> | <b>-95.756</b> | <b>-14.507</b> | <b>-2.878</b> | <b>3.865</b>   | <b>3.711</b>   |
| Akquisitionen und Verkäufe                   | 0             | 0             | 0              | 0              | 0              | 0             | 0              | 0              |
| Andere Investitionen                         | -709          | 250           | 0              | 0              | 0              | 0             | 0              | 0              |
| <b>Cashflow aus Investitionstätigkeit</b>    | <b>-2.919</b> | <b>-3.789</b> | <b>-21.336</b> | <b>-84.236</b> | <b>-10.598</b> | <b>-9.677</b> | <b>-12.199</b> | <b>-15.764</b> |
| Cashflow aus FK-Finanzierung, netto          | 19            | 1.240         | 1.585          | 65.000         | 12.000         | 585           | -3.000         | 0              |
| Cashflow aus EK-Finanzierung, netto          | 1.200         | 6.189         | 48.304         | 0              | 0              | 0             | 0              | 0              |
| Gezahlte Dividenden                          | 0             | 0             | 0              | 0              | 0              | 0             | 0              | 0              |
| Sonstige Finanzierung                        | 3.428         | 1.390         | 3.300          | 11.900         | 2.300          | 2.200         | 2.500          | 0              |
| <b>Cashflow aus Finanzierungstätigkeit</b>   | <b>4.646</b>  | <b>8.819</b>  | <b>53.189</b>  | <b>76.900</b>  | <b>14.300</b>  | <b>2.785</b>  | <b>-500</b>    | <b>0</b>       |
| FOREX & sonstige Effekte                     | 0             | 0             | 0              | 0              | 0              | 0             | 0              | 0              |
| <b>Veränderung der liquiden Mittel</b>       | <b>581</b>    | <b>2.894</b>  | <b>24.467</b>  | <b>-18.856</b> | <b>-207</b>    | <b>-92</b>    | <b>3.365</b>   | <b>3.711</b>   |
| Cash am Anfang der Periode                   | 773           | 1.354         | 4.248          | 28.715         | 9.859          | 9.651         | 9.559          | 12.924         |
| <b>Cash zum Ende der Periode</b>             | <b>1.354</b>  | <b>4.248</b>  | <b>28.715</b>  | <b>9.859</b>   | <b>9.651</b>   | <b>9.559</b>  | <b>12.924</b>  | <b>16.635</b>  |

### Jährliches Wachstum

|                       |      |       |        |       |        |        |        |       |
|-----------------------|------|-------|--------|-------|--------|--------|--------|-------|
| Operativer Cashflow   | n.a. | n.a.  | n.a.   | n.a.  | n.a.   | n.a.   | 136,3% | 21,2% |
| Freier Cashflow       | n.a. | n.a.  | n.a.   | n.a.  | n.a.   | n.a.   | n.a.   | -4,0% |
| Finanzieller Cashflow | n.a. | 89,8% | 503,1% | 44,6% | -81,4% | -80,5% | n.a.   | n.a.  |



## Imprint / Disclaimer

### First Berlin Equity Research

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

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

Anschrift:

First Berlin Equity Research GmbH  
 Mohrenstr. 34  
 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, Mohrenstraße 34, 10117 Berlin**

Die Erstellung dieser Empfehlung wurde am 28. Januar 2022 um 09:39 Uhr abgeschlossen.

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

**Copyright© 2022 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...1          | ↓                        | ↓                  | ↓                | ↓                  |
| 2              | 2. Februar 2021          | € 35,80            | Add              | € 41,70            |
| 3              | 27. April 2021           | € 22,30            | Add              | € 26,00            |
| 4              | 12. August 2021          | € 26,20            | Buy              | € 34,00            |
| 5              | 11. November 2021        | € 23,00            | Buy              | € 46,00            |
| 6              | Heute                    | € 19,02            | Buy              | € 24,00            |

### 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.**