

Enapter AG

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

Guidance für 2023

BEWERTUNG

KURSZIEL

Aufwärtspotenzial
 Risikobewertung

BUY

€ 20,00

37,0%
 High

2023 GUIDANCE WEIT UNTERHALB UNSERER PROGNOSE

Enapter erwartet für 2023 einen Umsatz von €30 Mio. und ein EBITDA von €-8,5 Mio. Diese Zahlen liegen weit unterhalb unserer Prognose. Wir hatten bisher mit einem Umsatz von €115 Mio. und einem EBITDA von €7,3 Mio. geplant. Grund für die schwächer als von uns erwartete Guidance ist, dass Enapter nunmehr erst 2024 mit Umsätzen aus der neuen Fabrik in Saerbeck rechnet (bisher: 2023). Der Hauptgrund für die Verzögerung in Saerbeck liegt in einer geänderten Produktionsstrategie. Statt wie ursprünglich geplant kleine Elektrolyseure (Inputleistung: 2,4 kW) in Saerbeck zu produzieren, wird die Fabrik auf den Großelektrolyseur AEM Multicore (Inputleistung: 1 MW = 1.000 kW) ausgerichtet. Auch wenn dies zu Verzögerungen beim Fabrikoutput führt, halten wir diese Strategie angesichts der sehr hohen Nachfrage nach dem AEM Multicore und dem schwächer als erwarteten Interesse an den kleinen Elektrolyseuren für richtig. Wir senken unsere Schätzungen für 2023E und die Folgejahre. Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt ein neues Kursziel von €20 (bisher: €26). Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung.

Geänderte Produktionsstrategie führt dazu, dass der Umsatz 2023 & 2024 niedriger ist als von uns erwartet Wir hatten bisher für 2023 in Saerbeck eine Stackproduktion von 96 MW bzw. 40.000 Stacks unterstellt. Aufgrund der geänderten Produktionsstrategie gehen wir nunmehr davon aus, dass die Stackproduktion in Saerbeck erst im Laufe des Jahres 2024 ihre Arbeit aufnimmt. Bis dahin kann die Stackproduktion in Pisa, deren Kapazität wir auf über 14.000 Stacks bzw. 34 MW im Einschichtbetrieb schätzen, die Stacknachfrage decken. Während sich die Nachfrage nach kleinen Elektrolyseuren deutlich weniger dynamisch entwickelt hat als von uns prognostiziert, hat das Interesse am AEM Multicore insbesondere nach dem „Inflation Reduction Act“ der Biden-Administration, der einen zehnjährigen Production Tax Credit von \$3/kg...

(b.w.)

FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Umsatz (€ Mio.)	0,93	2,07	8,44	15,60	30,20	58,48
Jährliches Wachstum	30,9%	122,7%	307,8%	84,8%	93,6%	93,6%
EBIT (€ Mio.)	-1,50	-3,54	-8,62	-13,28	-13,64	-7,94
EBIT-Marge	-161,5%	-171,2%	-102,1%	-85,2%	-45,2%	-13,6%
Jahresübers. (€ Mio.)	-1,52	-3,57	-8,70	-13,52	-15,01	-9,12
EPS (verwässert) (€)	0,00	-0,16	-0,38	-0,52	-0,55	-0,34
DPS (€)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF (€ Mio.)	-3,36	-6,17	-33,05	-83,13	-19,63	-23,91
Nettoverschuldungsgrad	-17,1%	-32,2%	-33,8%	2,9%	28,0%	67,2%
Liquide Mittel (€ Mio.)	1,35	4,25	19,60	5,19	2,85	2,14

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. 240 Mitarbeiter.

HANDELSDATEN

Stand: 14. Dez 2022

Schlusskurs	€ 14,60
Aktien im Umlauf	27,20 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 397,05 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 13,85 / 24,25
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	5.721

Multiples	2021	2022E	2023E
KGV	n.a.	n.a.	n.a.
EV/Sales	39,0	21,1	10,9
EV/EBIT	n.a.	n.a.	n.a.
Div.-Rendite	0,0%	0,0%	0,0%

KURSÜBERSICHT



UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 30. Jun 2022

Liquide Mittel	€ 28,17 Mio.
Kurzfristige Vermögenswerte	€ 44,46 Mio.
Immaterielle Vermögenswerte	€ 8,58 Mio.
Bilanzsumme	€ 111,02 Mio.
Kurzfristige Verbindlichkeiten	€ 17,31 Mio.
Eigenkapital	€ 88,67 Mio.

AKTIONÄRSSTRUKTUR

BluGreen	70,0%
Sergei Storozhenko	4,5%
Johnson Matthey	4,3%
Free Float	21,2%

... für grünen Wasserstoff beinhaltet, stark zugenommen. Enapter hat daher ihre Produktionsstrategie geändert und setzt in Saerbeck jetzt neben der automatisierten Stackproduktion ausschließlich auf den Bau der Großelektrolyseure und wird dort vorläufig keine Massenproduktion von kleinen Elektrolyseuren – wie ursprünglich angedacht – aufbauen. Die Ausrichtung der Fabrik auf den AEM Multicore, der sich gegenwärtig noch in der Entwicklung befindet, führt dazu, dass umfangreiche Verkäufe aus Saerbeck erst ab 2024 zu erwarten sind. Für 2023 nehmen wir an, dass Enapter eine erste Kleinserie des AEM Multicore produziert und bis zu vier Anlagen an Kunden ausliefert. Das Unternehmen wird den ersten AEM Multicore auch selber in Saerbeck im Rahmen des HYCORE Förderprojektes betreiben, das Produktdesign weiterentwickeln und optimieren, sowie die Zertifizierung vorantreiben, damit der AEM Multicore künftig weltweit ausgeliefert werden kann. Im November hatte das kanadische Unternehmen RE-FUEL Renewable Fuels Inc. zwei AEM Multicores bestellt, die in der zweiten Jahreshälfte 2024 ausgeliefert werden sollen.

Produktion in Pisa läuft rund Nach der erfolgreich abgeschlossenen Test- und Zertifizierungsphase durch ein externes Prüflabor und der Erstellung der entsprechenden Dokumentation hat Enapter im September mit der Serienproduktion des AEM Elektrolyseurs EL 4.0 begonnen. Die im August aufgetretenen Qualitätsmängel an einem zugelieferten Bauteil wurden behoben.

ALLEINSTELLUNGSMERKMAL AEM-TECHNOLOGIE

Trotz der Verzögerungen bei der Produktion in Saerbeck sehen wir Enapter weiterhin hervorragend positioniert, um erfolgreich am weltweit stürmischen Wachstum der Nachfrage nach Wasserstoffelektrolyseuren zu partizipieren. Enapters patentierte Anionen-Austausch-Membran-Elektrolysetechnologie (englisch: Anion Exchange Membrane, AEM) vereint die Vorteile der alkalinen Elektrolyse mit denen der Proton Exchange Membran-Elektrolyse (PEM-EL). Die AEM-EL erzeugt wie die PEM-EL Wasserstoff unter hohem Druck und bietet einen flexiblen Betrieb. So kann der Elektrolyseur bei unterschiedlichen Strominputniveaus (Null bis Maximum) betrieben werden und reagiert schnell auf Stromversorgungsengpässe. Außerdem erspart der bereits während der Produktion entstehende hohe Druck von 35 bar eine anschließende kostenträchtige Kompression. Die Vorteile der alkalinen Technologie liegen insbesondere in der höheren Effizienz und den geringeren Kosten. Die AEM Technologie erreicht eine ähnlich hohe Effizienz (63%) wie die alkaline Technologie. Auf der Kostenseite kann die AEM Technologie insbesondere bei den Stackkosten (günstige Stahlplatten statt teure Titanplatten) und bei den Elektronikkosten punkten (Enapters kleine Elektrolyseure können günstige, in Massenproduktion hergestellte standardisierte Elektronikbauteile einsetzen). Vereinfacht gesagt verbindet die hochskalierte AEM-Technologie die Vorteile der PEM-EL zu Kosten, die eher denen der alkalinen Technologie entsprechen.

PRODUKTÜBERSICHT

Enapter bietet AEM Elektrolyse-Stacks, den kleinen AEM Elektrolyseur EL 4.0 und den Großelektrolyseur AEM Multicore an. Letzterer kann schon vorbestellt werden, befindet sich aber noch in der Entwicklung.

DER AEM ELEKTROLYSE-STACK

Der AEM Elektrolyse-Stack ist das Herzstück jedes AEM Elektrolyseurs, da hier die Elektrolyse, also die Aufspaltung von Wasser in Wasserstoff und Sauerstoff durch

Stromzufuhr erfolgt. Der Stack (vgl. Abbildung 1 auf der nächsten Seite) besteht aus aneinander gereihten AEM Elektrolysezellen.

Abbildung 1: AEM Elektrolyse-Stack



Quelle: First Berlin Equity Research, Enapter AG

DER AEM ELEKTROLYSER EL 4.0

Der AEM Elektrolyseur EL 4.0 produziert bis 500 NL / h (Normliter / Stunde, 500 NL entsprechen 0,5 Nm³) bzw. bis zu knapp 1,1 kg Wasserstoff pro Tag. Der Stromverbrauch liegt bei 4.8 kWh/Nm³, und der Wasserbedarf bei ~420 mL / h. Seine Ausmaße sind 48 cm Breite x 64 cm Länge x 27 cm Höhe, und er wiegt 42 kg (vgl. Abbildung 2). Einzelne Elektrolyseure sind für die Herstellung kleinerer Mengen Wasserstoff geeignet. Anwendungsbereiche sind Notstromversorgung, Heimspeicherlösungen und Labore. Um größere Mengen Wasserstoff zu produzieren, können mehrere Elektrolyseure nach dem Modulprinzip gestapelt werden (vgl. Abbildung 3 auf der nächsten Seite) und entsprechend größere Mengen Wasserstoff produzieren. Anwendungsbereiche sind kleine Tankstellen, saisonale Energiespeicherung und industrielle Anwendungen.

Abbildung 2: AEM Elektrolyseur EL 4.0

Quelle: First Berlin Equity Research, Enapter AG

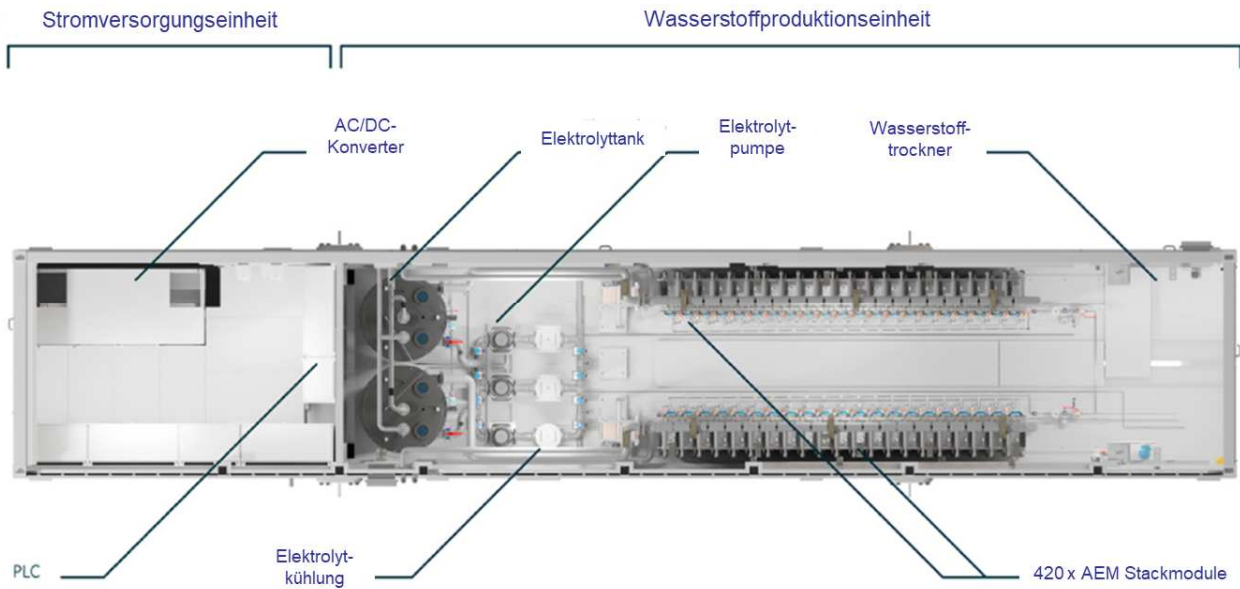
Abbildung 3: Mehrere EL 4.0

Quelle: First Berlin Equity Research, Enapter AG

DER AEM MULTICORE

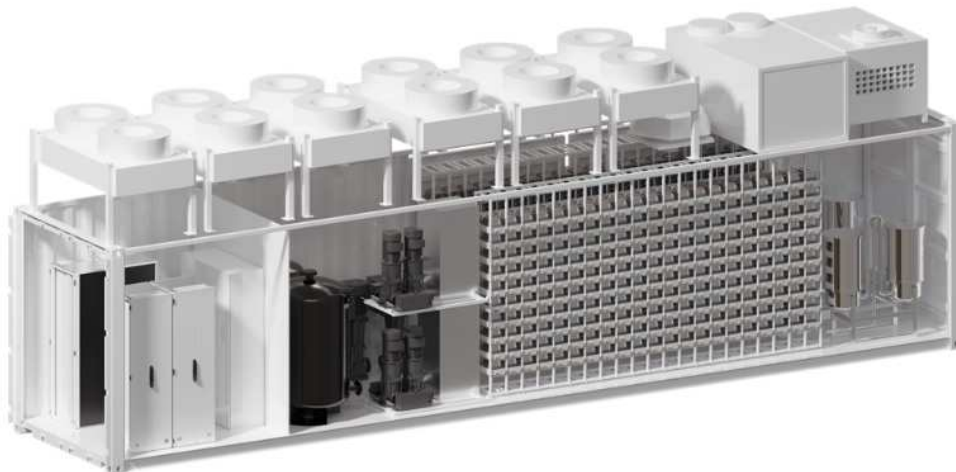
Im AEM Multicore (vgl. Abbildungen 4, 5 und 6) sorgen ca. 420 Stacks für eine Wasserstoffproduktion von bis zu 210 Nm³/h bzw. bis zu ca. 450 kg pro Tag. Der Wasserverbrauch liegt bei 0,19 m³/h. Im AEM Multicore sind die Stacks zu 10er-Strings montiert. Jeder dieser Strings lässt sich separat hoch- und herunterfahren. Damit bietet der AEM Multicore eine hohe Systemflexibilität. Das modulare Stackdesign minimiert Fehlerquellen und ermöglicht die Wartung einzelner Strings, während die übrigen weiter Wasserstoff produzieren. Über die Zusammenschaltung vieler AEM Multicore-Elektrolyseure lassen sich auch Produktionskomplexe mit 10 MW, 20 MW oder 30 MW aufbauen.

Abbildung 4: Der AEM Multicore von oben



Quelle: First Berlin Equity Research, Enapter AG

Abbildung 5: AEM Multicore in der Seitenansicht



Quelle: First Berlin Equity Research, Enapter AG

Der Elektrolyseur ist in einem 40-Fuß-Container untergebracht und hat ein Gewicht von ca. 30 t. Die Warmstartzeit von 0 auf 100% beträgt wenige Sekunden, und die Kaltstartzeit liegt, abhängig von der Temperatur, bei ca. 30 Minuten. Die Lebensdauer des Systems beträgt 20 Jahre.

Abbildung 6: Blick in den AEM Multicore-Container



Quelle: First Berlin Equity Research, Enapter AG

SCHÄTZUNGEN ANGEPASST

Für 2022E rechnen wir nach der Bestätigung der gesenkten Guidance durch Enapter im September (Umsatz: €15,6 Mio., EBITDA: €-10,5 Mio., EBIT: €-12,5 Mio.) wie bisher mit Werten in ähnlicher Größenordnung. Für 2023 gehen wir aufgrund der relativ geringen Nachfrage nach den kleinen Elektrolyseuren und der erst ab 2024 anlaufenden kommerziellen Produktion des AEM Multicores nunmehr von einem Umsatz von €30,2 Mio. (bisher: €115,2 Mio.) und einem EBITDA von €-8,7 Mio. (bisher: €7,3 Mio.) aus.

Unsere Umsatzschätzung für 2024E basiert auf einer Kapazität von 21,600 Stacks und einer Kapazitätsauslastung von 95%. Der Output von 49 MW kann komplett aus dem Produktionsstandort Pisa heraus geliefert werden. Wir unterstellen einen durchschnittlichen Verkaufspreis von €1,2 Mio. / MW. Dieser ist von den Verkaufspreisen der oben angeführten Produkte, der Nebenprodukte wie Trockner, Wassertank und Wasserreinigungssystem und dem Produktmix abhängig. Insgesamt führt dies zu einer Umsatzschätzung von €58,5 Mio. (bisher: €193,5 Mio.).

Für 2025E unterstellen wir die für Saerbeck anfänglich angepeilte Kapazität von 120.000 Stacks p.a., eine Auslastung von 50% und einen durchschnittlichen Verkaufspreis von knapp €1,4 Mio. pro MW. Als Umsatzschätzung ergibt sich €197,0 Mio. Im Jahr 2026E gehen wir von einer Kapazität von 180.000 Stacks aus, und von einer Auslastung von 75%. Aufgrund des weiter sinkenden durchschnittlichen Verkaufspreises von €868 Tsd. pro MW ergibt sich eine Umsatzschätzung von €281,2 Mio. Für 2027E unterstellen wir eine Verdoppelung der Kapazität auf 360.000 Stacks bzw. 864 MW. Eine angenommene Kapazitätsauslastung von 75% führt zu einem Output von 648 MW, was bei einem geschätzten durchschnittlichen Verkaufspreis von €781 Tsd. / MW zu einem Umsatz von €506,1 Mio. führt (vgl. Abbildung 7).

Abbildung 7: Kapazitäts-, Produktions- und Umsatzmodell für 2023E – 2027E

Möglicher Expansionspfad	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Kapazität in Stack-Einheiten	14.400	21.600	120.000	180.000	360.000
Leistung pro Stack-Einheit in kW	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4
Kapazität in MW	35	52	288	432	864
Kapazitätsauslastung in %	46%	95%	67%	75%	75%
Output in MW	15,9	49	193	324	648
Durchschnittspreis in €/Mio./MW	1,900	1,188	1,021	0,868	0,781
Umsatz in € Mio.	30,2	58,5	197,0	281,2	506,1

Quelle: First Berlin Equity Research

Wir unterstellen, dass die Rohertragsmarge von 19% im Jahr 2023 auf 26% im Folgejahr und 30% ab 2025 steigt (vgl. Abbildung 8 auf der nächsten Seite). Wir gehen davon aus, dass Enapter ab 2025 profitabel ist (EBIT-Marge: 8,0%, Nettomarge: 6,2%). Skaleneffekte sorgen in den Folgejahren für steigende Margen (EBIT-Marge 2027E: 10,8%).

**Abbildung 8: Modell der Ergebnisentwicklung**

in € Mio.	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Umsatz	15,6	30,2	58,5	197,0	281,2	506,1
<i>Wachstum</i>	84,8%	93,6%	93,6%	236,8%	42,7%	80,0%
Rohrertrag	3,6	5,7	15,2	59,1	84,3	151,8
<i>Marge</i>	23,0%	19,0%	26,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBITDA	-10,6	-8,7	-2,0	23,0	34,7	64,0
<i>Marge</i>	-68,1%	-28,9%	-3,5%	11,7%	12,3%	12,6%
EBIT	-13,3	-13,6	-7,9	15,7	26,6	54,5
<i>Marge</i>	-85,2%	-45,2%	-13,6%	8,0%	9,5%	10,8%
EBT	-13,5	-15,0	-9,6	12,9	23,0	50,1
<i>Marge</i>	-86,6%	-49,7%	-16,4%	6,6%	8,2%	9,9%
Nettoergebnis	-13,5	-15,0	-9,1	12,3	18,4	35,1
<i>Marge</i>	-86,6%	-49,7%	-15,6%	6,2%	6,5%	6,9%
EPS (verwässert, in €)	-0,52	-0,55	-0,34	0,45	0,68	1,29

Quelle: First Berlin Equity Research

Aufgrund der Verzögerungen bei der automatisierten Stackproduktion und der Umstellung der Produktion von Klein-Elektrolyseuren auf Großelektrolyseure in Saerbeck ergeben sich in den nächsten beiden Jahren im Vergleich zu unseren bisherigen Schätzungen große Umsatzausfälle, die zu deutlich niedrigeren Ergebnissen führen (vgl. Abbildung 9).

Abbildung 9: Anpassung der Schätzungen

Alle Zahlen in € Mio.	2022E			2023E			2024E		
	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta
Umsatz	15,6	15,6	0%	115,2	30,2	-74%	193,5	58,5	-70%
EBIT	-13,3	-13,3	-	-0,4	-13,6	-	9,5	-7,9	-
<i>Marge</i>	-85,3%	-85,2%	-	-0,3%	-45,2%	-	4,9%	-13,6%	-
Nettoergebnis	-14,2	-13,5	-	-2,3	-15,0	-	7,2	-9,1	-
<i>Marge</i>	-91,0%	-86,6%	-	-2,0%	-49,7%	-	3,7%	-15,6%	-
GPA (verwässert)	-0,55	-0,52	-	-0,08	-0,55	-	0,26	-0,34	-

Quelle: First Berlin Equity Research

Risiken für unser Schätzmodell sind:

- weitere Verzögerungen beim Aufbau der automatisierten Stackproduktion,
- Qualitätsprobleme bei der automatisierten Stackproduktion,
- Verzögerungen bei der Entwicklung des Großelektrolyseurs AEM Multicore,
- Qualitätsprobleme beim AEM Multicore (ähnlich wie bei der Einführung des EL 4.0),
- Lieferkettenprobleme, insbesondere bei Elektronikbauteilen,
- Preiserhöhungen bei Inputprodukten,
- schwächere Nachfrage nach dem EL 4.0,
- fehlende oder verzögerte Wachstumsfinanzierung.



BEWERTUNGSMODELL

Ein aktualisiertes DCF-Modell, dass auf den gesenkten Schätzungen beruht, ergibt ein neues Kursziel von €20 (bisher: €26). Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung.

DCF Bewertungsmodell*								
Alle Angaben in Tsd EUR	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Nettoumsatz	15.600	30.205	58.482	196.992	281.154	506.077	644.098	801.024
NOPLAT	-13.284	-13.639	-7.943	15.034	22.041	39.415	52.146	66.522
+ Abschreibungen	2.664	4.898	5.900	7.366	8.048	9.505	10.257	11.194
= Operativer Cashflow (netto)	-10.620	-8.741	-2.043	22.401	30.089	48.920	62.403	77.716
- Gesamte Investitionen (Capex, WC, Sonstiges)	-60.379	-7.221	-18.489	-35.013	-41.336	-51.108	-40.318	-46.345
Capex	-69.997	-7.008	-15.790	-15.759	-27.962	-15.366	-18.386	-21.409
Working Capital	-2.282	-2.514	-4.899	-2.1753	-13.374	-35.741	-2.1932	-24.936
Sonstiges	11.900	2.300	2.200	2.500	0	0	0	0
= Freier Cashflow (FCF)	-70.999	-15.962	-20.532	-12.612	-11.246	-2.187	22.084	31.370
GW der FCFs	-70.608	-14.143	-16.203	-8.868	-7.045	-1.221	10.978	13.894

in Tsd EUR	
GWs der FCFs explizite Periode (2022E-2036E)	82.613
GWs der FCFs in der Terminalperiode	380.313
Unternehmenswert (EV)	462.927
+ Nettokasse / - Nettoverbindlichkeiten (p.f.)	67.981
+ Investitionen / Anteile Dritter	2
Shareholder Value	530.909
Verwässerte Aktienanzahl (p. f.)	27.195
Fairer Wert	19,52

Terminales Wachstum	4,0%
Terminale EBIT-Marge	13,2%

WACC	12,2%
Eigenkapitalkosten	12,7%
Fremdkapitalkosten (vor Steuern)	5,0%
Normaler Steuersatz	30,0%
Fremdkapitalkosten (nach Steuern)	3,5%
EK-Anteil	95,0%
FK-Anteil	5,0%
Kursziel	20,00

WACC	Umsatzwachstum in der Terminalperiode							
	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%	5,0%	5,5%	
9,2%	33,63	35,45	37,59	40,14	43,23	47,04	51,88	
10,2%	26,72	27,90	29,26	30,83	32,68	34,88	37,54	
11,2%	21,59	22,39	23,28	24,30	25,47	26,83	28,43	
12,2%	17,68	18,22	18,84	19,52	20,30	21,18	22,19	
13,2%	14,62	15,01	15,43	15,91	16,44	17,03	17,70	
14,2%	12,19	12,47	12,77	13,11	13,48	13,89	14,35	
15,2%	10,23	10,43	10,66	10,90	11,16	11,45	11,78	

* aus Layoutgründen werden nur die Jahre bis 2029 gezeigt, das Modell reicht aber bis 2036



GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd EUR	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Umsatz	929	2.070	8.442	15.600	30.205	58.482	196.992	281.154
Bestandsveränderungen	107	242	540	0	0	0	0	0
Andere aktivierte Eigenleistungen	1.805	2.208	3.330	3.276	3.625	3.509	1.379	1.891
Herstellungskosten	1.108	2.320	7.874	12.012	24.466	43.277	137.894	196.808
Bruttogewinn (Umsatz ./ Herstkosten)	-179	-250	568	3.588	5.739	15.205	59.098	84.346
Personalkosten	1.827	3.356	7.596	14.843	13.919	14.500	19.699	26.505
Sonstige betriebliche Erträge	73	605	1.367	3.312	2.114	760	1.970	2.812
Sonstige betriebliche Aufwendungen	1.232	2.369	5.828	5.953	6.300	7.018	19.699	27.860
EBITDA	-1.253	-2.920	-7.619	-10.620	-8.741	-2.043	23.048	34.685
Abschreibungen & Amortisation	248	625	1.002	2.664	4.898	5.900	7.366	8.048
EBIT	-1.501	-3.544	-8.622	-13.284	-13.639	-7.943	15.682	26.637
Nettofinanzergebnis	-15	-21	-88	-232	-1.369	-1.660	-2.735	-3.660
Andere Finanzerträge / -aufwendungen	0	0	0	0	0	0	0	0
EBT	-1.516	-3.565	-8.709	-13.516	-15.008	-9.604	12.946	22.976
Steuern	0	3	-8	0	0	-480	647	4.595
Minderheitsbeteiligungen	-2	-1	1	0	0	0	0	0
Nettogewinn/ -verlust	-1.518	-3.569	-8.701	-13.516	-15.008	-9.124	12.299	18.381
Kennzahlen								
Bruttomarge	-19,2%	-12,1%	6,7%	23,0%	19,0%	26,0%	30,0%	30,0%
EBITDA-Marge	-134,8%	-141,0%	-90,3%	-68,1%	-28,9%	-3,5%	11,7%	12,3%
EBIT-Marge	-161,5%	-171,2%	-102,1%	-85,2%	-45,2%	-13,6%	8,0%	9,5%
Nettomarge	-163,4%	-172,4%	-103,1%	-86,6%	-49,7%	-15,6%	6,2%	6,5%
Steuersatz	0,0%	-0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	5,0%	5,0%	20,0%
Ausgaben in % vom Umsatz								
Herstellungskosten	0,0%	112,1%	93,3%	77,0%	81,0%	74,0%	70,0%	70,0%
Personalkosten	0,0%	162,1%	90,0%	95,1%	46,1%	24,8%	10,0%	9,4%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	132,5%	114,4%	69,0%	38,2%	20,9%	12,0%	10,0%	9,9%
Jährliches Wachstum								
Gesamtumsatz	30,9%	122,7%	307,8%	84,8%	93,6%	93,6%	236,8%	42,7%
Operatives Ergebnis	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	69,9%
Nettogewinn/ -verlust	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	49,5%



BILANZ

Alle Angaben in Tsd EUR	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Vermögen								
Umlaufvermögen, gesamt	3.530	6.633	29.920	14.687	15.600	19.322	55.504	73.813
Liquide Mittel	1.354	4.248	19.604	5.185	2.854	2.142	8.794	8.888
Kurzfristige Investitionen	255	0	0	0	0	0	0	0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	38	184	2.638	2.137	3.310	4.807	16.191	23.109
Vorräte	862	1.300	3.604	3.291	5.362	8.300	26.446	37.744
Sonstige Forderungen	1.020	901	4.073	4.073	4.073	4.073	4.073	4.073
Anlagevermögen, gesamt	4.469	7.917	32.221	99.712	101.975	112.006	120.459	140.428
Sachanlagen	1.245	2.870	23.985	91.295	93.684	103.620	111.192	129.724
Goodwill & Immaterielle Vermögenswerte	2.071	3.977	7.110	7.291	7.164	7.259	8.140	9.577
Nutzungsrechte	1.119	1.055	1.055	1.055	1.055	1.055	1.055	1.055
Sonstige Vermögenswerte	34	72	72	72	72	72	72	72
Aktiva	7.999	14.550	62.141	114.399	117.575	131.328	175.964	214.241
Eigenkapital und Verbindlichkeiten								
Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt	2.742	4.452	10.397	8.115	8.846	9.381	14.158	22.075
Zinstragende Verbindlichkeiten (kurzfristig)	915	1.415	1.186	2.000	2.000	3.000	0	3.075
Leasingverbindlichkeiten	83	155	155	155	155	155	155	155
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	583	947	6.387	3.291	4.022	3.557	11.334	16.176
Rückstellungen (kurzfristig)	62	239	516	516	516	516	516	516
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	1.181	1.851	2.309	2.309	2.309	2.309	2.309	2.309
Langfristige Verbindlichkeiten, gesamt	1.327	1.353	5.224	20.280	37.733	60.074	87.634	99.613
Zinstragende Verbindlichkeiten	21	21	2.708	5.708	20.708	40.708	65.708	77.633
Leasingverbindlichkeiten	639	575	734	886	1.027	1.088	1.142	1.191
Passive Rechnungsabgrenzungsposten	502	1.428	1.428	1.428	1.428	1.428	1.428	1.428
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	165	512	12.410	14.710	16.910	19.410	19.410	19.410
Anteile Dritter	0	1	2	2	2	2	2	2
Eigenkapital	3.931	8.744	46.518	86.002	70.994	61.871	74.170	92.551
Passiva	7.999	14.550	62.141	114.399	117.575	131.328	175.964	214.241
Kennzahlen								
Current ratio (x)	1,29	1,49	2,88	1,81	1,76	2,06	3,92	3,34
Quick ratio (x)	0,97	1,20	2,53	1,40	1,16	1,17	2,05	1,63
Nettoverbindlichkeiten	-673	-2.812	-15.711	2.523	19.854	41.566	56.914	71.820
Net Gearing	-17,1%	-32,2%	-33,8%	2,9%	28,0%	67,2%	76,7%	77,6%
Return on Equity (ROE)	-38,6%	-40,8%	-18,7%	-15,7%	-21,1%	-14,7%	16,6%	19,9%
Forderungsumschlag in Tagen	15,1	32,5	114,1	50,0	40,0	30,0	30,0	30,0
Vorratsumschlag in Tagen	284,1	204,5	167,1	100,0	80,0	70,0	70,0	70,0
Kreditorenlaufzeit in Tagen	192,2	149,1	296,1	100,0	60,0	30,0	30,0	30,0



CASHFLOWRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd EUR	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
EBIT	-1.501	-3.544	-8.622	-13.284	-13.639	-7.943	15.682	26.637
Abschreibungen	248	625	1.002	2.664	4.898	5.900	7.366	8.048
EBITDA	-1.253	-2.920	-7.619	-10.620	-8.741	-2.043	23.048	34.685
Veränderungen Working Capital	89	528	-1.136	-2.282	-2.514	-4.899	-21.753	-13.374
Sonstiges (Rückstellungen, Zinsen, etc.)	18	255	758	-232	-1.369	-1.180	-3.383	-8.256
Operativer Cashflow	-1.146	-2.137	-7.997	-13.134	-12.624	-8.122	-2.088	13.055
Investitionen in Sachanlagen	-381	-1.830	-21.570	-68.749	-6.041	-14.621	-13.789	-25.304
Investitionen in immaterielle Vermögenswerte	-1.829	-2.208	-3.483	-1.248	-967	-1.170	-1.970	-2.658
Freier Cashflow	-3.356	-6.175	-33.050	-83.131	-19.631	-23.912	-17.847	-14.907
Akquisitionen und Verkäufe	0	0	0	0	0	0	0	0
Andere Investitionen	-709	250	-11	0	0	0	0	0
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-2.919	-3.789	-25.064	-69.997	-7.008	-15.790	-15.759	-27.962
Cashflow aus FK-Finanzierung, netto	19	1.240	2.463	3.814	15.000	21.000	22.000	15.000
Cashflow aus EK-Finanzierung, netto	1.200	6.189	48.304	52.998	0	0	0	0
Gezahlte Dividenden	0	0	0	0	0	0	0	0
Sonstige Finanzierung	3.428	1.390	-2.350	11.900	2.300	2.200	2.500	0
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	4.646	8.819	48.417	68.712	17.300	23.200	24.500	15.000
FOREX & sonstige Effekte	0	0	0	0	0	0	0	0
Veränderung der liquiden Mittel	581	2.894	15.356	-14.419	-2.331	-712	6.653	93
Cash am Anfang der Periode	773	1.354	4.248	19.604	5.185	2.854	2.142	8.794
Cash zum Ende der Periode	1.354	4.248	19.604	5.185	2.854	2.142	8.794	8.888
Jährliches Wachstum								
Operativer Cashflow	n.a.	n.a.	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.	n.a.	n.a.
Finanzieller Cashflow	n.a.	89,8%	449,0%	41,9%	-74,8%	34,1%	5,6%	-38,8%

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 (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

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 15. Dezember 2022 um 14:10 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 ¹	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%

¹ 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...2	↓	↓	↓	↓
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	28. Januar 2022	€ 19,02	Buy	€ 24,00
7	6. Mai 2022	€ 18,50	Buy	€ 29,00
8	2. Juni 2022	€ 18,30	Buy	€ 30,00
9	2. August 2022	€ 16,15	Buy	€ 28,00
10	13. September 2022	€ 15,25	Buy	€ 26,00
11	Heute	€ 14,60	Buy	€ 20,00

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.