

Enapter AG

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

Ausführliches
 Update

BEWERTUNG

KURSZIEL

Aufwärtspotenzial
 Risikobewertung

BUY

€ 19,00

59,7%
 High

ENAPTER BLEIBT TECHNOLOGIEFÜHRER BEI AEM-ELEKTROLYSE

Auf dem Informationstag am 23. Mai hat Enapter am neuen Standort in Saerbeck ihre finanzielle und geschäftliche Situation sowie ihre Technologiestrategie präsentiert. Am 24. Mai stellte das Unternehmen den AEM Multicore vor, einen Elektrolyseur mit einer Inputleistung von 1 MW. Damit vollzieht das Unternehmen den Sprung von kleinen Elektrolyseuren (Wasserstoffproduktion von gut 1 kg pro Tag) zu großen Einheiten (H₂-Produktion: ca. 450 kg pro Tag). 2024 soll die Vorserienreife erreicht werden, und wir gehen davon aus, dass 2025 die Serienproduktion beginnt. Dabei setzen wir voraus, dass im selben Jahr die automatisierte Massenproduktion von Stacks in Saerbeck startet. Entscheidend für die erfolgreiche Umsetzung der Strategie wird sein, dass Enapter 2024 in der Lage sein wird, weitere finanzielle Mittel zu akquirieren, was aufgrund der deutlich restriktiveren Geldpolitik der Notenbanken und der Rückkehr zu einer weniger expansiven Fiskalpolitik nach dem Abklingen der Pandemie deutlich herausfordernder sein dürfte als in der Pandemiezeit. Hinzu kommt, dass die bisherige Erfolgsstory durch Verzögerungen beim Aufbau der Massenproduktion in Saerbeck und die durch Produktionsprobleme beim EL 4.0 in Pisa verursachte Gewinnwarnung im vergangenen Jahr ein paar Kratzer bekommen hat. Enapter bleibt trotz dieser Rückschläge weiterhin Technologieführer bei der AEM-Elektrolyse, die die Vorteile der konkurrierenden Technologien vereint: Die AEM-EL ist ähnlich preiswert und effizient wie die alkalische Elektrolyse. Wie die PEM-Elektrolyse ist die AEM-EL sehr flexibel einsetzbar und erzeugt Wasserstoff unter hohem Druck, was die Notwendigkeit nachgelagerter Kompression senkt und Kosten spart. Wir sehen Enapter daher weiterhin hervorragend positioniert, um im sehr schnell wachsenden Elektrolysemarkt erfolgreich zu sein. Ein aktualisiertes DCF-Modell, das die verschlechterten Finanzierungsbedingungen berücksichtigt und die Schätzungen aufgrund der neuen Technologiestrategie etwas zurücknimmt, ergibt ein neues Kursziel von €19 (bisher: €20). Wir bekräftigen unsere Kaufempfehlung.

(b.w.)

FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Umsatz (€ Mio.)	2,07	8,44	14,67	30,20	58,48	147,74
Jährliches Wachstum	122,7%	307,8%	73,8%	105,9%	93,6%	152,6%
EBIT (€ Mio.)	-3,54	-8,62	-12,86	-15,21	-10,74	-0,05
EBIT-Marge	-171,2%	-102,1%	-87,6%	-50,4%	-18,4%	0,0%
Jahresübers. (€ Mio.)	-3,57	-8,70	-12,98	-17,60	-14,31	-4,96
EPS (verwässert) (€)	-0,16	-0,38	-0,51	-0,65	-0,53	-0,18
DPS (€)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF (€ Mio.)	-6,17	-33,05	-64,89	-24,51	-35,42	-33,71
Nettoverschuldungsgrad	-32,2%	-33,8%	-2,1%	29,6%	98,3%	171,0%
Liquide Mittel (€ Mio.)	4,25	19,60	5,07	8,98	2,76	6,55

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*innen.

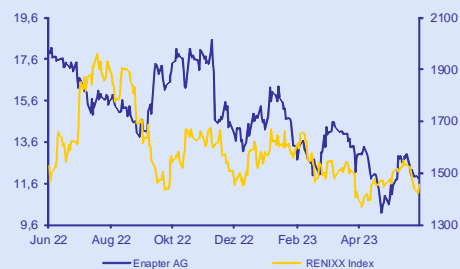
HANDELSDATEN

Stand: 28. Jun 2023

Schlusskurs	€ 11,90
Aktien im Umlauf	27,20 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 323,62 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 10,20 / 18,50
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	6.475

Multiples	2022	2023E	2024E
KGV	n.a.	n.a.	n.a.
EV/Sales	22,0	10,7	5,5
EV/EBIT	n.a.	n.a.	n.a.
Div.-Rendite	0,0%	0,0%	0,0%

KURSÜBERSICHT



UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 31. Dez 2022

Liquide Mittel	€ 5,07 Mio.
Kurzfristige Vermögenswerte	€ 27,58 Mio.
Immaterielle Vermögenswerte	€ 10,27 Mio.
Bilanzsumme	€ 107,81 Mio.
Kurzfristige Verbindlichkeiten	€ 16,07 Mio.
Eigenkapital	€ 86,45 Mio.

AKTIONÄRSSTRUKTUR

BluGreen	66,6%
Sergei Storozhenko	4,1%
Johnson Matthey	3,9%
Free Float	25,5%

Enapters AEM Technologie überzeugt im Vergleich mit konkurrierenden Elektrolysetechnologien Gegenwärtig gibt es vier relevante Elektrolysetechnologien, die um die Vorherrschaft im Elektrolysemarkt kämpfen:

- Alkalische Elektrolyse (A EL),
- Protonen-Exchange-Membrane Elektrolyse (PEM EL),
- Anionen-Exchange-Membrane Elektrolyse (AEM EL), und die
- Solide Oxide Elektrolyse (SO EL)

Die alkalische Elektrolyse (A EL) ist eine reife, seit den 1920er Jahren kommerzialisierte Technologie, die insbesondere in der Düngemittel- und Chlorindustrie zur Anwendung kommt. Ihre Vorteile liegen in relativ niedrigen Investitionskosten, einer relativ hohen Effizienz (vgl. Abbildung 1, Elektrischer Systemwirkungsgrad) und einer relativ langen Lebensdauer der Stacks. Nachteile sind die geringe Flexibilität im Betrieb (vgl. minimale Teillastfähigkeit in Abbildung 1), die geringe Stromdichte (ca. $0,6 \text{ A/cm}^2$), die zu einem großen Anlagen-Footprint führt, der geringe Druck und das stark ätzende Elektrolyt.

Die Protonen-Exchange-Membrane Elektrolyse (PEM EL) wurde erstmals von General Electric in den 1960er Jahren in den Markt eingeführt; eine breite Kommerzialisierung hat allerdings erst in den letzten Jahren eingesetzt. Die PEM-EL benutzt reines Wasser als Elektrolyt, ist durch eine hohe Stromdichte ($>2 \text{ A/cm}^2$) gekennzeichnet, hat einen relativ hohen Systemwirkungsgrad, kann Wasserstoff unter hohem Druck erzeugen und bietet einen flexiblen Betrieb. Nachteile sind der notwendige Einsatz teurer Edelmetalle der Platin-Metallgruppe und die damit verbundenen hohen spezifischen Investitionskosten, sowie eine vergleichsweise kürzere Stacklebensdauer.

Die von Enapter verwendete Anionen-Exchange-Membrane Elektrolyse (AEM EL) kann mit den geringsten spezifischen Investitionskosten bei 1 MW Systemgröße (vgl. Abbildung 1, spezifische Investitionskosten), einem hohen Wasserstoffdruck, hoher Wasser-Verunreinigungstoleranz, kleinem Anlagen-Footprint und hoher Anlagensicherheit punkten. Nachteile sind die relativ kurze Stacklebensdauer und der Reifegrad der Technologie (Technology Readiness Level: 7-8, PEM und A EL: 8-9). Enapter ist das bisher einzige Unternehmen, das kleine AEM Elektrolyseure kommerziell anbietet und einen 1 MW AEM Elektrolyseur-Prototypen vorgestellt hat.

Die Solide Oxide („Festoxid“) Elektrolyse (SO EL) arbeitet mit Betriebstemperaturen von ca. $700 - 1000 \text{ }^\circ\text{C}$ und nutzt Keramiken als Elektrolyt. Da zur Elektrolyse Dampf gebraucht wird, benötigt die SO EL eine Wärmequelle. Die Vorteile der SO EL sind hohe Effizienz und die Möglichkeit, die Anlage auch im umgekehrten Modus als Brennstoffzelle zu betreiben. Die größten Herausforderungen sind der temperaturbedingt hohe Materialverschleiß (vgl. Abbildung 1, Lebensdauer des Stacks) und die hohen Investitionskosten.

Abbildung 1: Elektrolysetechnologien im Vergleich

	Einheit	A EL	PEM EL	AEM EL	SO EL
Elektrischer Systemwirkungsgrad (BoP)	%	52 - 70	55 - 75	55 - 75	74 - 85
Betriebstemperatur	$^\circ\text{C}$	60 - 80	50 - 80	50 - 60	700 - 1.000
Maximaler Betriebsdruck	bar	1 - 30	1 - 50	35	1
Minimale Teillastfähigkeit	%	20 - 40	~ 10	~ 1	k. A.
Lebensdauer des Stacks	h	< 90.000	< 60.000	> 35.000	3.500
Spez. Investitionskosten bei 1 MW Systemgröße (BoP)	$\text{€}/\text{kW}$	1.000 - 1.200	1.500 - 2.300	900 - 1.100	2.500

Quelle: First Berlin Equity Research, dena (2023), S. 17

Enapter bleibt Technologieführer bei der AEM-Technologie Zwar gibt es weltweit ein paar Unternehmen (EvoOH, Gen-Hy, Hydrolite, Verdagy), die ebenfalls die AEM-Technologie verwenden, im Vergleich zu Enapter verfügen sie aber noch nicht über ein kommerzielles Produkt.

Das US-amerikanische Unternehmen **EvoIOH** gab im Februar 2023 bekannt, dass es in Massachusetts eine Produktionsstätte für die Herstellung und Montage seiner AEM Elektrolyse-Stacks errichten wird. Die Stack von EvoIOH haben eine Inputleistung von bis zu 5 MW (2 t Wasserstoff pro Tag). Wenn die Produktionsstätte vollständig in Betrieb ist, soll sie eine Stack-Kapazität von bis zu 3,75 GW pro Jahr haben. Die Arbeiten an der Anlage werden im Laufe dieses Jahres beginnen, und die Produktion soll 2025 aufgenommen werden.

Das französische Start-up **Gen-Hy** kündigte zusammen mit Eiffage Energie Systèmes (€1,7 Mrd. Umsatz, >7.500 Mitarbeiter) im Februar 2023 den Bau einer Elektrolysefabrik zur Herstellung der von Gen-Hy entwickelten und patentierten AEM-Elektrolyseure an. Die Fabrik soll eine anfängliche Kapazität von 100 MW haben und im französischen Montbéliard beheimatet sein. Erste Auslieferungen sollen voraussichtlich 2024 erfolgen. Auf der Hannover-Messe im April 2023 hat Gen-Hy ihr Produkt präsentiert.

Hydrolite ist ein 2016 gegründetes Unternehmen, das sich zu 100% im Besitz von Elbit Systems Ltd. (Israel) befindet. Mit mehr als einem Jahrzehnt Erfahrung in der Entwicklung von AEM Brennstoffzellen-Technologie verfügt Hydrolite über Anionenaustauschmembran-(AEM) Elektroden- und Stack-Technologie. Das Unternehmen hat Produktions- und Betriebskapazitäten im Pilotmaßstab entwickelt und verfügt über ein umfangreiches IP-Portfolio mit 67 Patentanmeldungen.

Verdagy ist ein kalifornisches Start-up-Unternehmen, das sich auf die Entwicklung und Skalierung seiner Anionenaustauschmembran (AEM)-Wasserelektrolyse-Technologie „eDynamic“ für industrielle Märkte konzentriert. Verdagy entwickelt nach eigenen Angaben die weltweit größten elektrochemischen Zellen (28.500 cm²) auf Membranbasis. Verdagy hat ein 500-kW-Elektrolyseur in Betrieb genommen und plant die Kommerzialisierung der Technologie in den nächsten Jahren.

Patente sichern Enapters Technologievorsprung ab Enapter verfügt über eine Vielzahl von Patenten (vgl. dazu unsere Studie zur Aufnahme der Coverage vom 21.9.2020, S. 20 f.). Als wichtigstes Patent sehen wir das genehmigte Patent für eine „Vorrichtung zur Herstellung von Wasserstoff auf Anfrage mittels Elektrolyse wässriger Lösungen aus einer trockenen Kathode“ an, das wir in Kurzform als „Trockenkathoden-Patent“ bezeichnen. Gemäß der Zusammenfassung des Europäischen Patentamts betrifft diese Erfindung eine Vorrichtung zur elektrolitischen Erzeugung von Wasserstoff, die diskontinuierlich arbeiten oder mit starken Leistungsschwankungen verbunden sein kann und direkt unter Druck stehenden Wasserstoff mit hoher Reinheit bereitstellt. Der hohe Reinheitsgrad von 99,9% wird dabei ohne Flüssigkeitsseparierung erzielt.

Das Trockenkathoden-Patent schützt Enapters Anionen-Austausch-Membran-Elektrolyse-technologie sehr gut gegen Imitation, da das Konzept der trockenen Kathode nicht von einem bestimmten Membrantyp oder einer besonderen Katalysatorformulierung abhängt. Jede alternative Anionen-Austausch-Membran-Elektrolysetechnologie mit Trockenkathode dürfte eine Patentverletzung darstellen. Das Patent sollte Enapter daher einen nachhaltigen verteidigbaren Wettbewerbsvorteil bieten. Das Patent gilt für Europa, China, die USA und Indien.

Enapter hat außerdem Patentanmeldungen eingereicht für

- Trockenkathoden-Elektrolyseur-Varianten,
- neue Produktangebote (AEM Multicore und AEM Frames),
- Komponenten wie Gasblock, Rekombinator und Blendenrückschlagventil,
- Software wie das Trocknerkontrollnetzwerk,
- und Membranentwicklungen.

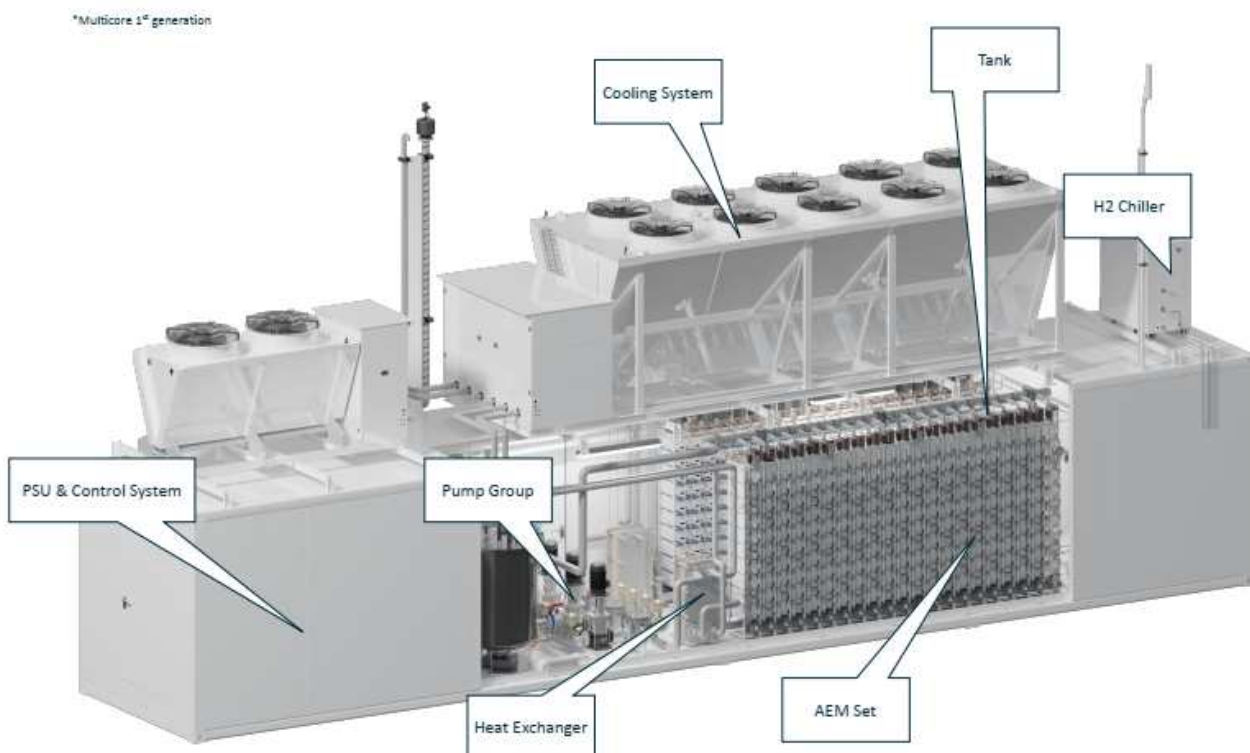
Kompaktelektrolyseur EL 4.0 in der Serienproduktion 2022 begann Enapter am Produktionsstandort Pisa in Italien mit der Serienproduktion der nächsten Generation kompakter Elektrolyseure, dem EL 4.0. Dieser ist deutlich kleiner und mit 38 kg nur halb so

schwer wie sein Vorgänger. Er kann dank eines Gleich- und Wechselstrombetriebs sowie einer Luft- oder Wasserkühlung sehr flexibel unter unterschiedlichsten Bedingungen global eingesetzt werden. Der EL 4.0 dürfte weiterhin in Pisa gebaut werden, da die dortigen Produktionskapazitäten die Nachfrage bis auf weiteres abdecken können. Wir gehen davon aus, dass in Pisa im Einschichtbetrieb über 14.000 Stacks pro Jahr produziert werden können.

Elektrolyseurflotte wächst kräftig Inzwischen werden über 3.300 Enapter-Elektrolyseure bei ca. 300 Kunden in 52 Ländern eingesetzt. Allein im Schlussquartal 2022 lieferte Enapter 1.200 Elektrolyseure mit einer Gesamtleistung von ca. 3 MW an ihre Kunden aus. Ca. 120 Partner integrieren und verkaufen Enapters Produkte in Wasserstofflösungen verschiedenster Größenordnungen.

AEM Multicore – der erste AEM-Elektrolyseur der Megawattklasse Mit der offiziellen Präsentation des AEM Multicore (vgl. Abbildung 1) hat Enapter einen weiteren wichtigen Meilenstein in ihrer Unternehmenshistorie erreicht. Bisher hat das Unternehmen auf Elektrolyseure in Mikrowellengröße mit einer Inputleistung von 2,4 kW gesetzt. Die sehr hohe Nachfrage nach Elektrolyseuren im MW-Bereich (1 MW = 1.000 kW) und das geringer als erwartete Anziehen der Nachfrage nach dezentralen Elektrolyseurlösungen hat bei Enapter zu einer Strategieanpassung geführt. Das Unternehmen setzt nunmehr viel stärker auf den Verkauf großer Elektrolyseure wie dem AEM Multicore. Der AEM-Multicore setzt sich aus 420 AEM-Stacks zusammen, die zu einem Gesamtsystem kombiniert werden, das pro Tag rund 450 kg grünen Wasserstoff mit einer Reinheit von 99,999% produzieren kann. Durch die Skalierung vieler kleiner Einheiten zu einer großen Anlage kann Enapter die Wasserstoffproduktionskosten erheblich senken. Aktuell liegen bereits Bestellungen aus Europa, Asien sowie Nordamerika vor. Im laufenden Jahr werden die ersten Systeme gebaut und ausgeliefert. Ab 2024 soll die Vorserienreife erreicht werden. Der Multicore sollte ab Mitte 2025 in Serie am Standort Saerbeck in Deutschland produziert werden.

Abbildung 2: AEM Multicore



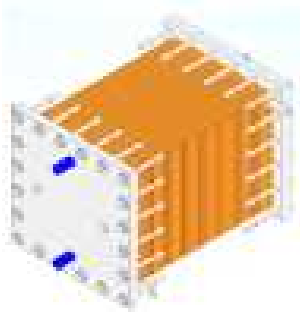
Quelle: First Berlin Equity Research, Enapter AG

Neuer Stack soll deutliche Kostensenkungen bringen Enapter entwickelt gegenwärtig einen neuen 30 kW Stack (vgl. Abbildung 3). Wesentliche geplante Verbesserungen sind

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

Der Stack soll 2024 in die Prototyp-Testproduktion gehen und validiert werden. Vorgesehen ist, 50 - 100 Stacks zu bauen und zu testen. Der Stack soll ab 2025 sowohl in das Modell EL Model T als auch in der 2. Generation des AEM Multicore eingesetzt werden. Enapter will die Kosten für den 1 MW AEM Multicores durch den Einsatz des 30 kW Stacks halbieren.

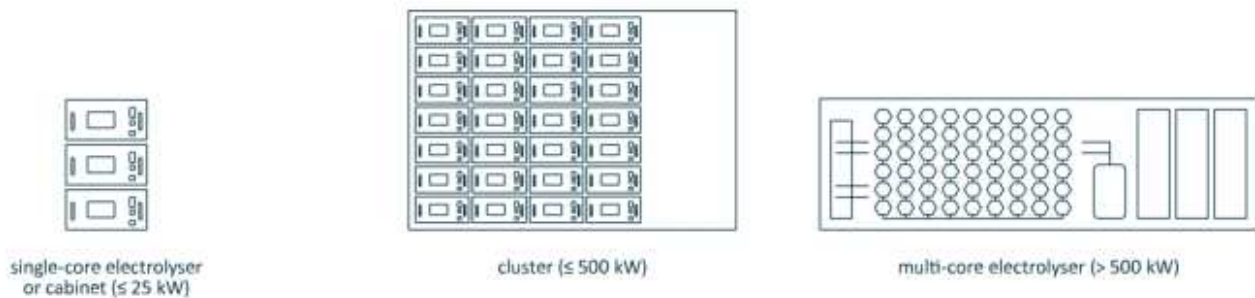
Abbildung 3: 30 kW Stack („Stack Model T“)



Quelle: First Berlin Equity Research, Enapter AG

Standardisierung und Massenproduktion als Kostensenkungshebel Im Gegensatz zu Wettbewerbern setzt Enapter nicht auf die Entwicklung immer größerer Stacks (abgesehen von dem geplanten einmaligen Sprung vom 2,4 kW zum 30 kW Stack) und das individuelle Design von großen Elektrolyseurprojekten. Stattdessen steht ein standardisiertes modulares Produktdesign bei der Herstellung von Elektrolyseuren im Vordergrund. Durch diesen modularen Produktansatz können Enapters AEM Stacks als Minimum Modular Unit in Systemen unterschiedlicher Größenordnung eingesetzt werden. Die verschiedenen Produkte sind auf einem einzigen Stack-Design aufgebaut und werden sowohl für Einzelkern-Elektrolyseure (z.B. EL 4.0) als auch für Mehrkern-Elektrolyseure (AEM Multicore) genutzt (vgl. Abbildung 4 auf der nächsten Seite). Die automatisierte Massenproduktion der Stacks soll die Stückkosten senken.

Abbildung 4: Verwendung der AEM-Stacks in Einzelkern-Elektrolyseuren (bis 25 kW, in Clustern (bis 500 kW) und in Multicore-Lösungen (>500 kW)



Quelle: First Berlin Equity Research, Enapter AG

2022 blieb wegen Qualitätsproblemen weit hinter der ursprünglichen Planung zurück

Ursprünglich hatte Enapter einen Umsatz von fast €45 Mio. angepeilt. Qualitätsprobleme beim neuen Elektrolyseur EL 4.0 führten aber zu Produktionsverzögerungen, die schließlich nur einen Umsatzsteigerung auf €14,7 Mio. (+74% J/J) zuließen. Immerhin wurden die Qualitätsmängel behoben und seit Oktober 2022 läuft die Produktion rund. Die Qualitätsprobleme hatten aber auch eine positive Seite. Im Jahresverlauf zeichnete sich ab, dass die Nachfrage nach kleinen Elektrolyseuren (2,4 kW Inputleistung) niedriger als erwartet ist, dafür die Nachfrage nach großen Elektrolyseuren (1 MW Inputleistung) wie dem AEM Multicore sehr hoch ist. So konnte Enapter einen Strategieschwenk vollziehen und setzt jetzt hauptsächlich auf den Verkauf des AEM Multicore.

Abbildung 5: Ausgewählte G&V-Positionen

in € Mio.	2022A	2021A	Delta
Umsatz	14,7	8,4	74%
Betriebsleistung	15,2	9,0	69%
Rohrertrag	3,2	1,1	187%
Marge	18,1%	6,7%	-
EBITDA	-10,6	-7,6	n.a.
Marge	-72,1%	-90,3%	-
EBIT	-12,9	-8,6	n.a.
Marge	-87,6%	-102,1%	-
EBT	-13,0	-8,7	n.a.
Marge	-88,3%	-103,2%	-
Nettoergebnis	-13,0	-8,7	n.a.
Marge	-88,4%	-103,1%	-
EPS (verwässert, in €)	-0,51	-0,38	n.a.

Quelle: First Berlin Equity Research, Enapter AG

Bilanz durch Kapitalerhöhung gestärkt Enapter hat ihr Eigenkapital im Jahresvergleich auf €87 Mio. fast verdoppelt. Trotz der Bilanzausweitung um 74% auf €108 Mio. stieg die Eigenkapitalquote von 75% auf 80% (vgl. Abbildung 6 auf der nächsten Seite). Die Barmittelposition ist um 74% auf €5,1 Mio. geschrumpft. Die im Februar 2023 emittierte Inhaberschuldverschreibung über €25 Mio. hat die Barmittel inzwischen wieder aufgefüllt und gleichzeitig für eine deutliche Erhöhung der bisher niedrigen Finanzverbindlichkeiten (€3,3 Mio.) gesorgt. Zum Jahresende 2022 verfügte Enapter über eine Nettocashposition von €1 Mio. Die Investitionen in die neue Produktionsstätte in Saerbeck führten zu einer Erhöhung der Sachanlagen von €24 Mio. auf €68 Mio. Der Umsatzanstieg führte zu einer Erhöhung des Working Capitals von €-0,2 Mio. auf €52 Mio. Die Working-Capital-Quote (WC / Umsatz) lag bei 35%.

Abbildung 6: Ausgewählte Bilanzpositionen

in € Mio.	2022A	2021A	Delta
Immaterielle Vw. & Goodwill	10,3	7,1	44%
Sachanlagen	67,9	24,0	183%
Nutzungsrechte	0,2	1,1	-83%
Anlagevermögen insgesamt	80,2	32,2	149%
Vorräte	8,4	3,6	134%
Forderungen aus Lieferungen & Leistungen	8,0	2,6	204%
Liquide Mittel	5,1	19,6	-74%
Umlaufvermögen insgesamt	27,6	29,9	-8%
Eigenkapital	86,5	46,5	86%
<i>Eigenkapitalquote</i>	<i>80,2%</i>	<i>74,9%</i>	<i>+5,3 PP</i>
Finanzverbindlichkeiten, langfristig	2,4	2,7	n.a.
Finanzverbindlichkeiten, kurzfristig	0,9	1,2	-27%
Leasingverbindlichkeiten, langfristig	0,5	0,6	-18%
Leasingverbindlichkeiten, kurzfristig	0,1	0,2	-25%
Nettoverschuldung	-1,2	-15,0	n.a.
<i>Net Gearing (Nettoverschuldung/EK in %)</i>	<i>-1,4%</i>	<i>-32,2%</i>	<i>n.a.</i>
Verbindlichkeiten aus Lieferungen & Leistungen	11,2	6,4	75%
Bilanzsumme	107,8	62,1	74%

Quelle: First Berlin Equity Research, Enapter AG

Nettoverlust und umfangreiche Investitionen führen zu hohem negativen freien Cashflow Der Nettoverlust von €13,0 Mio. und ein um €6,5 Mio. gestiegener Working Capital-Bedarf trugen wesentlich zu einem im Vergleich zum Vorjahr fast doppelt so hohen negativen operativen Cashflow in Höhe von €-15,5 Mio. bei (vgl. Abbildung 7). Die Investitionen (€49,4 Mio.) sind hauptsächlich von Sachinvestitionen (insgesamt: €45 Mio.) in die Produktionsstätten in Saerbeck und Pisa geprägt. Damit ergibt sich ein im Vergleich zum Vorjahr ein fast doppelt so hoher negativer freier Cashflow in Höhe von €-64,9 Mio. Finanziert wurde diese Summe hauptsächlich über Barmitteleinsatz (€14,5 Mio.) und durch die Barkapitalerhöhung (€53,0 Mio.).

Abbildung 7: Ausgewählte Cashflowpositionen

in € Mio.	2022A	2021A
Operativer Cashflow	-15,5	-8,0
CAPEX	-49,4	-25,1
Freier Cashflow	-64,9	-33,0
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-49,5	-25,1
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	50,4	48,4
Nettocashflow	-14,5	15,4

Quelle: First Berlin Equity Research, Enapter AG

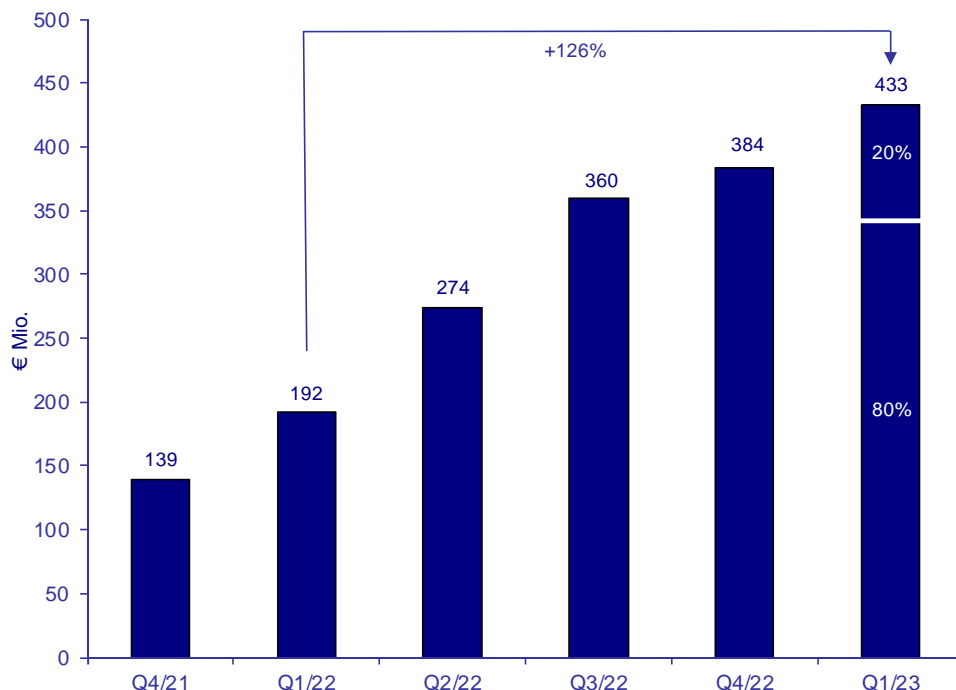
F&E-Stärke versus Kostenintensität Ende 2022 zählte Enapter 239 Mitarbeiter*innen (Ende 2021: 189). Im Jahresdurchschnitt waren 249 Mitarbeiter*innen an Bord (2021: 151). Auffallend hoch ist der Anteil der Mitarbeiter in der Forschungs- und Entwicklung inklusive Software Development. Ende 2022 waren hier insgesamt 108 Mitarbeiter*innen beschäftigt (Vorjahr: 83). Die F&E-Quote lag damit bei 45% nach 47% im Vorjahr. Zwar halten wir die Forschungsstärke von Enapter für einen wichtigen Wettbewerbsvorteil. Solange das

Unternehmen aber noch Verluste macht, belasten die F&E-Aufwendungen die operative Ertragsstärke. Die Aufwendungen für Forschung und Entwicklung betragen 2022 €6,9 Mio. (Vorjahr: €3,7 Mio.).

Erfolgreich in der Mittelbeschaffung Im Rahmen der Kapitalerhöhung im Juli 2022 flossen Enapter brutto ca. €53 Mio. zu. Besonders wichtig war dabei der Abschluss einer strategischen Partnerschaft mit dem Global Player Johnson Matthey, der sich mit €20 Mio. an der Kapitalmaßnahme beteiligte. Diese strategische Partnerschaft mit dem Spezialchemieunternehmen und führenden Lieferanten für Brennstoffzellen- und Elektrolyseurkomponenten ist von großer Relevanz für Enapter, da eine gemeinsame Forschung und Entwicklung für AEM-Elektrolyse-Materialien und -Komponenten die Leistungssteigerung der AEM-EL-Technologie beschleunigen sollte.

Auftragsbestand und Projektpipeline Zum Jahresende 2022 lag der Auftragsbestand bei rund 13,5 Mio. Euro, wovon rund 9,1 Mio. Euro ins Geschäftsjahr 2023 fallen. Gleichzeitig nahmen Kundenanfragen 2022 stark zu. Die Pipeline war Ende Q1/23 mit €433 Mio. gut gefüllt. Im Vergleich zum Vorjahreswert ist dies ein Anstieg von 126% (vgl. Abbildung 8). Der Großteil der Anfragen bezieht sich allerdings auf den AEM Multicore, der erst ab 2025 in Serienproduktion gefertigt werden soll. Wir weisen darauf hin, dass das Volumen der Kundenanfragen zum AEM Multicore (ca. 80% von €433 Mio.) nicht mit dem Auftragseingang gleichzusetzen ist. Das Kundeninteresse an Enapters Produkten hat eindeutig stark zugenommen. Die nächsten Monate werden zeigen, inwieweit es Enapter gelingt, dies in Auftragsengänge zu konvertieren.

Abbildung 8: Entwicklung der Projektpipeline



Quelle: First Berlin Equity Research, Enapter AG

Management-Team erweitert Am 27. Juni meldete Enapter in einer Ad-hoc-Mitteilung, dass Dr. Jürgen Laakmann mit Wirkung ab 1. Juli 2023 zum Mitglied des Vorstands der Gesellschaft bestellt wurde. Herr Laakmann, der über mehr als 20 Jahre Management-Erfahrung, unter anderem in der Strategieberatung und in den Bereichen Automotive und

Tech verfügt, wird die Rolle des Co-CEO neben Herrn Sebastian-Justus Schmidt einnehmen. Zuletzt war er CEO bei der Formel D Gruppe (>10.000 Mitarbeiter, Umsatz 2020: €301 Mio.), einem führenden Automobildienstleister. Dort hat Herr Laakmann maßgeblich die strategische Geschäftsentwicklung gestaltet und unter anderem 22 internationale Niederlassungen und Tochtergesellschaften aufgebaut. Zudem verfügt er über weitreichende Erfahrung in Private Equity und M&A-Transaktionen. Als promovierter Ingenieur für Maschinenbau bringt Dr. Laakmann außerdem umfangreiche technische Expertise ein. Wir glauben, dass CEO und Enapter-Großaktionär Sebastian-Justus Schmidt damit seine Nachfolge in Form eines geordneten und gleitenden Übergangs organisiert hat. Bereits im März gab Enapter bekannt, dass die Führungsebene um CEO Sebastian-Justus Schmidt, CFO Gerrit Kaufhold und CTO Jan-Justus Schmidt erweitert wird, um das angepeilte Wachstum adäquat managen zu können. Michael Söhner leitet als Chief Operations Officer (COO) seit dem 1. März 2023 das operative Geschäft von Enapter. Zuvor war er Head of Engineering & Pisa Site Operations Manager der Enapter S.r.l. am Standort Pisa. Als COO wird er für den weiteren Ausbau und die Optimierung der operativen Prozesse im Unternehmen verantwortlich sein. Philip Hainbach, seit Oktober 2022 bereits Chief Governance Officer (CGO) und davor Head of Energy Policy & Government Affairs bei Enapter, ist seit dem 1. März 2023 Teil der Geschäftsführung der Enapter GmbH. Als CGO verantwortet er weiterhin die Bereiche Legal, Governance, HR, Sustainability, Funding und Public Affairs. Die Rolle des Chief Communication Officer (CCO) übernimmt seit dem 1. März 2023 Vaitea Cowan. Sie ist Mitgründerin von Enapter und hatte bisher die Position der Head of Communication inne. Als CCO unterstehen Vaitea Cowan die interne und externe Kommunikation aller Standorte. Sie ist durch ihr bisheriges breites internationales Auftreten das Gesicht von Enapter.

Zentrale Risiken sind Technologieentwicklung... Bei der Technologieentwicklung erkennen wir als wesentliche Risiken die Entwicklung des AEM Multicores, die Entwicklung des neuen 30 kW AEM Stacks, das Hochfahren der Stackserienproduktion in Pisa sowie den Aufbau der automatisierten Stackmassenproduktion in Saerbeck.

Bei der Inbetriebnahme der ersten Demonstrations- und Pilotanlagen des AEM Multicores könnte es technologiebezogene Startschwierigkeiten wie z.B. hardwarebedingte Ausfälle geben. Dies könnte zu einem Reputationsschaden führen, der die Marktakzeptanz von AEM-Elektrolyseuren negativ beeinflusst und sich negativ auf die Umsatz- und Ertragsentwicklung von Enapter auswirken könnte.

Bei der Entwicklung und Produktion des neuen 30 kW Stacks könnte es zu Verzögerungen oder technischen Problemen kommen. Zwar könnte Enapter dann auf den etablierten 2,4 kW Stack zurückgreifen, dann aber die technologischen Weiterentwicklungen – sprich Kostensenkungspotenziale des 30 kW Stacks – nicht nutzen.

Darüber hinaus sehen wir Risiken beim Hochfahren der Serienproduktion von Elektrolyseuren in Italien und dem Aufbau der automatisierten Stackmassenproduktion in Deutschland, die entscheidend für die künftige Ertragskraft des Unternehmens ist. Die Beauftragung für den Maschinenpark am Standort Saerbeck soll dann erfolgen, wenn die entsprechenden Bestellungen vorliegen und die Finanzierung des Maschinenparks sichergestellt ist. Der Aufbau der automatisierten Massenproduktion könnte sich verzögern. Die Massenproduktion könnte beim Hochlauf unter Qualitätsmängeln leiden, was zu weiteren Verzögerungen führen würde mit entsprechenden Umsatz- und Ertragsrisiken.

...und Finanzierung In den letzten vier Jahren hat Enapter €109 Mio. an Eigenkapital beschafft. Nach der Umsatz- und Gewinnwarnung im letzten Jahr (Umsatz von €14,6 Mio. versus Umsatzguidance von €44,7 Mio.) sowie dem inzwischen deutlich verschlechtertem Finanzierungsumfeld (sehr restriktive Notenbankpolitiken zur Inflationseindämmung, Rückkehr des Fiskus zu einer „normalen“ Ausgabenpolitik nach der sehr expansiven Phase während der Pandemie) halten wir die weitere Finanzierung des Unternehmenswachstums für eine deutlich herausforderndere Aufgabe als in der Vergangenheit. Dies hat sich bereits im Februar 2023 gezeigt, als Enapter für eine von der Patrimonium Asset Management AG



gezeichnete zweijährige Inhaberschuldverschreibung mit einem Volumen von ca. €25 Mio. einen effektiven Zins von ca. 10% bezahlen musste. Zwar ist das Unternehmen unserer Einschätzung nach nunmehr bis mindestens Februar 2024 durchfinanziert, aber die weitere Mittelbeschaffung dürfte angesichts des Kapitalmarkt- und Zinsumfelds kein Spaziergang werden, zumal die Kapitalerhöhungen der letzten beiden Jahre, die ein Gesamtvolumen von €101 Mio. hatten, zu einem durchschnittlichen Preis von über €20 pro Aktie stattfanden, und der Aktienkurs seitdem um ca. 40% zurückgegangen ist.

dena-Studie zeigt Konzepte für dezentrale Wasserstoffnutzung auf Die im Mai 2023 veröffentlichte dena-Studie „Geschäftsmodelle für dezentrale Wasserstoffkonzepte – Zeit zum Nachsteuern“ beleuchtet die Möglichkeiten dezentraler Wasserstoffkonzepte in Deutschland. Sie liefert einen Überblick über die dafür relevanten Technologien und den aktuellen Stand der regulatorischen Rahmenbedingungen. Auf dieser Basis werden sieben beispielhafte Geschäftsmodelle für dezentrale Wasserstoffkonzepte beschrieben und untersucht:

- (1) Sanierung eines Windparks mit lokaler Wasserstoffproduktion,
- (2) Wasserstoffbasierte Stromspeicherung entsprechend §39o EEG,
- (3) Bereitstellung von Regelenergie durch flexible Elektrolyse,
- (4) Punkt-zu-Punkt Transport von Wasserstoff,
- (5) THG-Quotenanrechnung im Verkehrssektor,
- (6) Saisonale Wasserstoffspeicherung im Quartier sowie im Eigenheim, und
- (7) Wasserstoffbasierte Prozesswärme.

Nicht alle Geschäftsmodelle sind gegenwärtig rentabel, manche lassen aber aufhorchen: So lautet das zentrale Ergebnis für (5) „THG-Quotenanrechnung im Verkehrssektor“, dass bei Produktionskosten von grünem Wasserstoff von bis zu ca. 5 €/kg grüner Wasserstoff bereits heute eine wirtschaftliche Option für die Erfüllung der THG-Quote sein kann. Bei (6) „Saisonale Wasserstoffspeicherung im Quartier“, ergibt die Kalkulation, dass die Nutzung von Überschussstrom aus einer PV-Anlage im Quartier in dem Geschäftsmodell, das die Wasserstoffherzeugung mit Druckspeichern und der Rückverstromung mit einer Brennstoffzelle kombiniert, zu den vergleichsweise geringsten jährlichen Gesamtkosten für Strom und Wärme führt. Nur wenig teurer ist der Einsatz eines BHKW statt der Brennstoffzelle oder die Rückverstromung mit einer Hochtemperaturbrennstoffzelle. Der Einsatz von Batterien zur Nutzung des Überschussstroms führt dagegen zu erheblich höheren Gesamtkosten für Strom und Wärme.

Guidance für 2023: Umsatz von ca. €30 Mio. Im laufenden Jahr plant Enapter mit einem Umsatz von rund €30 Mio. bei einem EBITDA von €-10 Mio bis € -11 Mio. Euro. Das Jahr 2023 wird maßgeblich geprägt sein durch den weiteren Ausbau der Produktionskapazitäten für den Elektrolyseur EL 4.0 in Pisa. Der Auftragsbestand für den Elektrolyseur EL 4.0 betrug zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Jahresberichts rd. €7 Mio. für das Jahr 2023. Da die EL 4.0.-Umsätze wesentlich für das Erreichen der Guidance sind, muss Enapter in H2/23 deutlich höhere Auftragseingänge verzeichnen, um die Guidance zu erreichen. Im laufenden Jahr soll auch mit der Auslieferung der ersten AEM Multicores begonnen werden. Enapter investiert verstärkt in die Entwicklung des neuen Stacks, der in der nächsten Generation des AEM Multicores eingesetzt werden soll. Das Unternehmen rechnet damit, dass die Verluste und der Cashburn so lange anhalten werden, bis die Produktion und der damit einhergehende Vertrieb der Elektrolyseure nachhaltig angelaufen sind.

Schätzungen aufgrund des inflationären Umfelds und der angepassten Technologiestrategie überarbeitet Wir gehen davon aus, dass das inflationäre Umfeld kostenseitig Spuren hinterlässt, und haben unsere Kostenschätzungen entsprechend angepasst. Die neue Technologiestrategie, die auf die Entwicklung eines 30 kW Stacks



setzt, dürfte im Vergleich zu unserer bisher unterstellten Technologie-Roadmap, die auf dem Einsatz des 2,4 kW Stacks basiert, zu einem geringeren Umsatz im Jahr 2025 führen, da die Entwicklung und das Hochfahren der Stackmassenproduktion mit dem neuen Stack mehr Zeit kosten dürfte als mit dem jahrelang erprobten 2,4 kW Stack. Daher haben wir unsere Schätzungen für 2025E gesenkt (vgl. Abbildung 9 auf der nächsten Seite). Wir gehen nunmehr davon aus, dass Enapter 2025 den Break-even erreicht. Mit dem Überschreiten der Nettogewinnschwelle rechnen wir nunmehr im Jahr 2026.

Abbildung 9: Änderung der Schätzungen

Alle Zahlen in € Mio.	2023E			2024E			2025E		
	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta
Umsatz	30,2	30,2	0%	58,5	58,5	0%	197,0	147,7	-25%
EBIT	-15,1	-15,2	-	-7,9	-10,7	-	15,7	0,0	-
Marge	-50,0%	-50,4%	-	-13,5%	-18,4%	-	8,0%	0,0%	-
Nettoergebnis	-17,7	-17,6	-	-11,2	-14,3	-	10,6	-5,0	-
Marge	-58,6%	-58,3%	-	-19,1%	-24,5%	-	5,4%	-3,4%	-
GPA (verwässert)	-0,65	-0,65	-	-0,41	-0,53	-	0,39	-0,18	-

Quelle: First Berlin Equity Research

Weiterhin Kaufen bei leicht gesenktem Kursziel Ein aktualisiertes DCF-Modell, das die schwierigeren Finanzierungsbedingungen über eine höhere WACC-Schätzung abbildet (jetzt: 13,1%, bisher: 12,2%) und die gesenkten Schätzungen berücksichtigt, ergibt ein Kursziel von €19 (bisher: €20). Wir bekräftigen unsere Kaufempfehlung.



BEWERTUNGSMODELL

DCF Bewertungsmodell*								
Alle Angaben in Tsd EUR	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Nettoumsatz	30.205	58.482	147.744	281.154	506.077	658.820	838.498	1.042.787
NOPLAT	-15.558	-10.744	-47	22.957	41.441	55.595	71.985	90.958
+ Abschreibungen	3.791	4.309	5.957	7.475	8.938	9.771	10.847	12.167
= Operativer Cashflow (netto)	-11.767	-6.435	5.910	30.432	50.379	65.365	82.831	103.125
- Gesamte Investitionen (Capex, WC, Sonstiges)	-8.409	-23.223	-32.212	-48.720	-58.190	-48.460	-57.410	-65.930
Capex	-7.008	-21.054	-16.252	-28.115	-16.286	-20.004	-23.935	-27.871
Working Capital	-3.701	-4.369	-18.460	-20.604	-41.903	-28.456	-33.474	-38.059
Sonstiges	2.300	2.200	2.500	0	0	0	0	0
= Freier Cashflow (FCF)	-20.176	-29.658	-26.302	-18.288	-7.811	16.905	25.422	37.195
GW der FCFs	-18.944	-24.619	-19.310	-11.874	-4.485	8.582	11.414	14.770

in Tsd EUR	
GWs der FCFs explizite Periode (2023E-2037E)	146.617
GWs der FCFs in der Terminalperiode	377.170
Unternehmenswert (EV)	523.787
+ Nettokasse / - Nettverbindlichkeiten	1.243
+ Investitionen / Anteile Dritter	1
Shareholder Value	525.030
Verwässerte Aktienanzahl	27.195
Fairer Wert	19,31

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

WACC		Umsatzwachstum in der Terminalperiode						
		2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%	5,0%	5,5%
10,1%	13,1%	33,59	35,08	36,81	38,81	41,18	44,01	47,47
11,1%	13,5%	26,83	27,82	28,94	30,22	31,69	33,40	35,42
12,1%	7,0%	21,72	22,39	23,14	23,98	24,94	26,03	27,28
13,1%	30,0%	17,75	18,21	18,73	19,31	19,95	20,67	21,48
14,1%	4,9%	14,61	14,95	15,31	15,71	16,15	16,64	17,19
15,1%	95,0%	12,10	12,34	12,60	12,88	13,20	13,54	13,92
16,1%	5,0%	10,06	10,24	10,42	10,63	10,85	11,10	11,36
Kursziel	19,00							

* aus Layoutgründen werden nur die Jahre bis 2030 gezeigt, das Modell reicht aber bis 2037



GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd EUR	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
Umsatz	2.070	8.442	14.671	30.205	58.482	147.744	281.154
Bestandsveränderungen	242	540	525	0	0	0	0
Betriebsergebnis	2.312	8.982	15.197	30.205	58.482	147.744	281.154
Herstellungskosten	2.320	7.874	12.013	24.466	45.031	113.763	196.808
Bruttogewinn (Umsatz ./ Herstkosten)	-8	1.109	3.184	5.739	13.451	33.981	84.346
Forschung & Entwicklung	0	0	0	0	0	0	0
Personalkosten	3.356	7.596	14.300	14.100	15.500	19.207	26.710
Sonstige betriebliche Erträge	605	1.367	2.799	2.114	2.047	2.955	2.812
Sonstige betriebliche Aufwendungen	2.369	5.828	8.648	8.800	9.942	14.774	28.115
EBITDA	-2.920	-7.619	-10.582	-11.422	-6.435	5.910	34.301
Abschreibungen & Amortisation	625	1.002	2.276	3.791	4.309	5.957	7.475
EBIT	-3.544	-8.622	-12.858	-15.213	-10.744	-47	26.826
Nettofinanzergebnis	-21	-88	-97	-2.038	-3.858	-5.171	-7.481
Andere Finanzerträge / -aufwendungen	0	0	0	0	0	0	0
EBT	-3.565	-8.709	-12.955	-17.251	-14.602	-5.218	19.345
Steuern	3	-8	23	345	-292	-261	3.869
Minderheitsbeteiligungen	-1	1	1	0	0	0	0
Nettogewinn/ -verlust	-3.569	-8.701	-12.977	-17.596	-14.310	-4.957	15.476
EPS (verwässert)	-0,16	-0,38	-0,51	-0,65	-0,53	-0,18	0,57
Kennzahlen							
Bruttomarge (auf Betriebsergebnis)	-0,3%	12,3%	21,0%	19,0%	23,0%	23,0%	30,0%
EBITDA-Marge (EBITDA / Umsatz)	-141,0%	-90,3%	-72,1%	-37,8%	-11,0%	4,0%	12,2%
EBIT-Marge	-171,2%	-102,1%	-87,6%	-50,4%	-18,4%	0,0%	9,5%
Nettomarge	-172,4%	-103,1%	-88,4%	-58,3%	-24,5%	-3,4%	5,5%
Steuersatz	-0,1%	0,1%	-0,2%	-2,0%	2,0%	5,0%	20,0%
Ausgaben in % vom Umsatz							
Herstellungskosten	112,1%	93,3%	81,9%	81,0%	77,0%	77,0%	70,0%
Personalkosten	162,1%	90,0%	97,5%	46,7%	26,5%	13,0%	9,5%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	114,4%	69,0%	58,9%	29,1%	17,0%	10,0%	10,0%
Jährliches Wachstum							
Gesamtumsatz	122,7%	307,8%	73,8%	105,9%	93,6%	152,6%	90,3%
Operatives Ergebnis	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Nettogewinn/ -verlust	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.



BILANZ

Alle Angaben in Tsd EUR	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
Vermögen							
Umlaufvermögen, gesamt	6.633	29.920	27.577	32.045	30.783	53.745	86.406
Liquide Mittel	4.248	19.604	5.071	8.985	2.761	6.548	11.779
Kurzfristige Investitionen	0	0	0	0	0	0	0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	184	2.638	8.014	8.275	9.613	16.191	30.811
Vorräte	1.300	3.604	8.421	8.714	12.337	24.934	37.744
Sonstige Forderungen	901	4.073	6.071	6.071	6.071	6.071	6.071
Anlagevermögen, gesamt	7.917	32.221	80.237	83.635	100.526	110.966	131.650
Sachanlagen	2.870	23.985	67.900	71.564	88.586	98.931	118.299
Goodwill & Immaterielle Vermögenswerte	3.977	7.110	10.272	10.006	9.875	9.970	11.286
Nutzungsrechte	1.055	909	909	909	909	909	909
Sonstige Vermögenswerte	72	1.156	1.156	1.156	1.156	1.156	1.156
Aktiva	14.550	62.141	107.814	115.681	131.308	164.710	218.056
Eigenkapital und Verbindlichkeiten							
Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt	4.452	10.397	16.070	14.052	16.644	17.358	28.259
Zinstragende Verbindlichkeiten (kurzfristig)	1.415	1.186	871	2.000	4.000	4.000	8.075
Leasingverbindlichkeiten	155	116	116	116	116	116	116
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	947	6.387	11.191	8.044	8.636	9.350	16.176
Rückstellungen (kurzfristig)	239	516	1.243	1.243	1.243	1.243	1.243
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	1.851	2.309	2.765	2.765	2.765	2.765	2.765
Langfristige Verbindlichkeiten, gesamt	1.353	5.224	5.290	32.770	60.116	97.761	124.730
Zinstragende Verbindlichkeiten	21	2.708	2.371	27.371	52.371	87.371	114.296
Leasingverbindlichkeiten	575	471	652	798	943	987	1.026
Passive Rechnungsabgrenzungsposten	1.428	1.844	1.844	1.844	1.844	1.844	1.844
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	512	605	2.903	5.103	7.603	7.603	7.603
Anteile Dritter	1	2	1	1	1	1	1
Eigenkapital	8.744	46.518	86.454	68.858	54.548	49.590	65.066
Passiva	14.550	62.141	107.814	115.681	131.308	164.710	218.056
Kennzahlen							
Current ratio (x)	1,49	2,88	1,72	2,28	1,85	3,10	3,06
Quick ratio (x)	1,20	2,53	1,19	1,66	1,11	1,66	1,72
Eigenkapitalquote	60,1%	74,9%	80,2%	59,5%	41,5%	30,1%	29,8%
Nettoverbindlichkeiten	-2.812	-15.711	-1.830	20.386	53.610	84.822	110.591
Net Gearing	-32,2%	-33,8%	-2,1%	29,6%	98,3%	171,0%	170,0%
Return on Equity (ROE)	-40,8%	-18,7%	-15,0%	-25,6%	-26,2%	-10,0%	23,8%
Forderungsumschlag in Tagen	32	114	199	100	60	40	40
Vorratsumschlag in Tagen	205	167	256	130	100	80	70
Kreditorenlaufzeit in Tagen	149	296	340	120	70	30	30



CASHFLOWRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd EUR	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
EBIT	-3.544	-8.622	-12.858	-15.213	-10.744	-47	26.826
Abschreibungen	625	1.002	2.276	3.791	4.309	5.957	7.475
EBITDA	-2.920	-7.619	-10.582	-11.422	-6.435	5.910	34.301
Veränderungen Working Capital	528	-1.136	-6.476	-3.701	-4.369	-18.460	-20.604
Sonstiges (Rückstellungen, Zinsen, etc.)	255	758	1.594	-2.383	-3.566	-4.910	-11.350
Operativer Cashflow	-2.137	-7.997	-15.464	-17.507	-14.371	-17.461	2.347
Investitionen in Sachanlagen	-1.830	-21.570	-44.989	-6.041	-19.884	-14.774	-25.304
Investitionen in immaterielle Vermögenswerte	-2.208	-3.483	-4.436	-967	-1.170	-1.477	-2.812
Freier Cashflow	-6.175	-33.050	-64.889	-24.514	-35.424	-33.713	-25.769
Akquisitionen und Verkäufe	0	0	0	0	0	0	0
Andere Investitionen	250	-11	-65	0	0	0	0
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-3.789	-25.064	-49.490	-7.008	-21.054	-16.252	-28.115
Cashflow aus FK-Finanzierung, netto	1.240	2.463	-653	26.129	27.000	35.000	31.000
Cashflow aus EK-Finanzierung, netto	6.189	48.304	52.998	0	0	0	0
Gezahlte Dividenden	0	0	0	0	0	0	0
Sonstige Finanzierung	1.390	-2.350	-1.924	2.300	2.200	2.500	0
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	8.819	48.417	50.421	28.429	29.200	37.500	31.000
FOREX & sonstige Effekte	0	0	0	0	0	0	0
Veränderung der liquiden Mittel	2.894	15.356	-14.534	3.914	-6.224	3.787	5.231
Cash am Anfang der Periode	1.354	4.248	19.604	5.071	8.985	2.761	6.548
Cash zum Ende der Periode	4.248	19.604	5.071	8.985	2.761	6.548	11.779

Jährliches Wachstum

Operativer Cashflow	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.
Finanzieller Cashflow	89,8%	449,0%	4,1%	-43,6%	2,7%	28,4%	-17,3%

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
Friedrichstr. 69
10117 Berlin
Germany

Vertreten durch den Geschäftsführer: Martin Bailey

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

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

E-Mail: info@firstberlin.com

Amtsgericht Berlin Charlottenburg HR B 103329 B

UST-Id.: 251601797

Ggf. Inhaltlich Verantwortlicher gem. § 6 MDSStV

First Berlin Equity Research GmbH

Ersteller: Dr. Karsten von Blumenthal, Analyst

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

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

Die Erstellung dieser Empfehlung wurde am 29. Juni 2023 um 10:35 Uhr abgeschlossen.

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

Copyright© 2023 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...4	↓	↓	↓	↓
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	15. Dezember 2022	€ 14,60	Buy	€ 20,00
12	14. Februar 2023	€ 15,50	Buy	€ 20,00
13	Heute	€ 11,90	Buy	€ 19,00

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.