

# Enapter AG

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

Update

## BEWERTUNG

### KURSZIEL

Aufwärtspotenzial  
 Risikobewertung

## BUY

€ 13,00

50,5%  
 High

## POSITIVES EBITDA DANK LIZENZVEREINBARUNG

Enapter erzielte nach vorläufigen Zahlen 2023 einen Umsatz von €31,5 Mio., ein EBITDA von €0,4 Mio. und ein Nettoergebnis von €-7,1 Mio. Wesentlicher Grund für das gute Abschneiden ist der Verkauf einer exklusiven US-Vertriebslizenz an Solar Invest International (SII) für insgesamt €25 Mio. Wir gehen davon aus, dass Enapter davon ca. €15 Mio. im vergangenen Jahr als Umsatz verbuchen konnte und ca. €16 Mio. mit Produktumsätzen erzielte. Der Auftragsbestand belief sich zum Jahresende auf €26 Mio., davon €14 Mio. für 2024. Wir bestätigen unsere Prognosen für 2024 und die Folgejahre und halten an unserem Kursziel von €13 fest. Unser Rating lautet weiterhin Kaufen.

**Umsatz etwas über der Guidance** Dank des Vertrags mit SII erzielte Enapter mit €31,5 Mio. einen Umsatz über der Guidance von ca. €30 Mio. und unserer Schätzung von €27,1 Mio. EBITDA und Nettoergebnis lagen im Rahmen unserer Erwartungen. Im Vergleich zum Vorjahr steigerte das Unternehmen den Umsatz um 115%. Das EBITDA war mit €0,4 Mio. erstmals positiv nach €-10,6 Mio. im Vorjahr. Das Nettoergebnis verbesserte sich von €-13,0 Mio. auf €-7,1 Mio. (vgl. Abbildung 1 auf der nächsten Seite).

**Auftragsbestand fast verdoppelt** Zum Jahresende 2023 belief sich der Auftragsbestand auf €26 Mio. und lag damit fast doppelt so hoch wie im Vorjahr, als er €13,5 Mio. betrug.

**Bereits zwei Lizenzvereinbarungen geschlossen** Nach der Vereinbarung mit SII für die USA gründete Enapter ein Joint Venture mit Wolong, das eine exklusive Produktions- und Vertriebslizenz für China erhalten hat. Enapter dürfte diese Strategie fortsetzen, um schnell international zu expandieren.

**Weiterhin Kaufen bei unverändertem Kursziel** Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt weiterhin ein Kursziel von €13. Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung.

## FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Umsatz (€ Mio.)	2,07	8,44	14,67	31,50	39,36	67,37
Jährliches Wachstum	122,7%	307,8%	73,8%	114,7%	25,0%	71,2%
EBIT (€ Mio.)	-3,54	-8,62	-12,86	-3,38	-16,53	-12,74
EBIT-Marge	-171,2%	-102,1%	-87,6%	-10,7%	-42,0%	-18,9%
Jahresübers. (€ Mio.)	-3,57	-8,70	-12,98	-7,11	-21,74	-18,63
EPS (verwässert) (€)	-0,16	-0,38	-0,51	-0,26	-0,80	-0,69
DPS (€)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF (€ Mio.)	-6,17	-33,05	-64,89	-18,66	-35,20	-33,21
Nettoverschuldungsgrad	-32,2%	-33,8%	-2,1%	18,3%	82,5%	200,8%
Liquide Mittel (€ Mio.)	4,25	19,60	5,07	14,84	13,84	3,13

## RISIKEN

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

## UNTERNEHMENSPROFIL

Enapter stellt standardisierte Stacks & Elektrolyseure her, die nach dem Modulprinzip zu größeren Einheiten zusammengesetzt werden können. Enapters patentgeschützte AEM-Technologie verspricht großes Kostensenkungspotenzial. Gegenwärtig hat Enapter Produktionsstandorte in Pisa, Italien, & Saerbeck, Deutschland, und ca. 210 Mitarbeiter\*innen.

## HANDELSDATEN

Stand: 13. Feb 2024

Schlusskurs	€ 8,64
Aktien im Umlauf	27,20 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 234,96 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 7,30 / 15,50
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	12.814

Multiples	2022	2023E	2024E
KGV	n.a.	n.a.	n.a.
EV/Sales	15,9	7,4	5,9
EV/EBIT	n.a.	n.a.	n.a.
Div.-Rendite	0,0%	0,0%	0,0%

## KURSÜBERSICHT



## UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 30. Jun 2023

Liquide Mittel	€ 9,45 Mio.
Kurzfristige Vermögenswerte	€ 35,45 Mio.
Immaterielle Vermögenswerte	€ 11,34 Mio.
Bilanzsumme	€ 120,61 Mio.
Kurzfristige Verbindlichkeiten	€ 11,17 Mio.
Eigenkapital	€ 77,30 Mio.

## AKTIONÄRSSTRUKTUR

BluGreen	65,1%
Svelland Global Trading Master	5,0%
Sergei Storozhenko	4,1%
Other Investors	6,9%
Free Float	18,9%



Abbildung 1: Berichtete Zahlen versus Schätzungen

Alle Zahlen in € Mio	2023A	2023E	Delta	2022A	Delta
Umsatz	31,5	27,1	16%	14,7	115%
EBITDA	0,4	0,1	188%	-10,6	-
Marge	1,3%	0,5%		-90,3%	
Nettoergebnis	-7,1	-6,6	-	-13,0	-

Quelle: First Berlin Equity Research, Enapter AG

Abbildung 2: Veränderung der Schätzungen

Alle Zahlen in € Mio.	2023E			2024E			2025E		
	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta
Umsatz	27,1	31,5	16%	39,4	39,4	0%	67,4	67,4	0%
EBIT	-3,7	-3,4	-	-16,5	-16,5	-	-12,7	-12,7	-
Marge	-13,5%	-10,7%		-42,0%	-42,0%		-18,9%	-18,9%	
Nettoergebnis	-6,6	-7,1	-	-21,7	-21,7	-	-18,6	-18,6	-
Marge	-24,2%	-22,6%		-55,2%	-55,2%		-27,7%	-27,7%	
GPA (verw ässert, in €)	-0,24	-0,26	-	-0,80	-0,80	-	-0,69	-0,69	-

Quelle: First Berlin Equity Research



## BEWERTUNGSMODELL

DCF Bewertungsmodell*								
Alle Angaben in Tsd EUR	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
<b>Nettoumsatz</b>	<b>31.500</b>	<b>39.360</b>	<b>67.370</b>	<b>141.150</b>	<b>239.100</b>	<b>348.434</b>	<b>491.609</b>	<b>670.822</b>
<b>NOPLAT</b>	<b>-3.848</b>	<b>-16.749</b>	<b>-12.920</b>	<b>2.010</b>	<b>12.920</b>	<b>23.209</b>	<b>36.071</b>	<b>48.488</b>
+ Abschreibungen	3.791	4.380	5.982	7.400	7.993	8.369	9.036	10.030
= Operativer Cashflow (netto)	-57	-12.370	-6.939	9.410	20.913	31.579	45.107	58.518
- Gesamte Investitionen (Capex, WC, Sonstiges)	-13.039	-15.644	-18.062	-27.795	-29.421	-35.510	-46.427	-58.147
Capex	-8.999	-20.467	-15.495	-15.527	-11.172	-15.141	-19.754	-24.759
Working Capital	-6.340	2.623	-5.067	-12.269	-18.248	-20.369	-26.674	-33.388
Sonstiges	2.300	2.200	2.500	0	0	0	0	0
= Freier Cashflow (FCF)	-13.096	-28.013	-25.000	-18.385	-8.508	-3.932	-1.320	371
<b>GW der FCFs</b>	<b>-13.096</b>	<b>-25.051</b>	<b>-19.694</b>	<b>-12.758</b>	<b>-5.200</b>	<b>-2.116</b>	<b>-626</b>	<b>155</b>

in Tsd EUR	
GWs der FCFs explizite Periode (2023E-2037E)	43.354
GWs der FCFs in der Terminalperiode	320.414
Unternehmenswert (EV)	363.768
+ Nettokasse / - Nettverbindlichkeiten	1.243
+ Investitionen / Anteile Dritter	1
Shareholder Value	365.011
Verwässerte Aktienanzahl	27.195
<b>Fairer Wert</b>	<b>13,42</b>

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

<b>WACC</b>	<b>13,5%</b>
Eigenkapitalkosten	13,9%
Fremdkapitalkosten (vor Steuern)	10,0%
Normaler Steuersatz	30,0%
Fremdkapitalkosten (nach Steuern)	7,0%
EK- Anteil	95,0%
FK- Anteil	5,0%
<b>Kursziel</b>	<b>13,00</b>

		Umsatzwachstum in der Terminalperiode						
		2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%	5,0%	5,5%
WACC	10,5%	24,12	25,29	26,62	28,15	29,94	32,05	34,58
	11,5%	19,03	19,82	20,70	21,70	22,85	24,17	25,71
	12,5%	15,15	15,70	16,30	16,98	17,74	18,61	19,59
	13,5%	12,14	12,53	12,95	13,42	13,94	14,53	15,18
	14,5%	9,76	10,04	10,34	10,68	11,04	11,45	11,90
	15,5%	7,85	8,06	8,28	8,52	8,78	9,07	9,39
	16,5%	6,31	6,46	6,63	6,80	6,99	7,20	7,43

\* 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
<b>Umsatz</b>	<b>2.070</b>	<b>8.442</b>	<b>14.671</b>	<b>31.500</b>	<b>39.360</b>	<b>67.370</b>	<b>141.150</b>
Bestandsveränderungen	242	540	525	0	0	0	0
<b>Betriebsergebnis</b>	<b>2.312</b>	<b>8.982</b>	<b>15.197</b>	<b>31.500</b>	<b>39.360</b>	<b>67.370</b>	<b>141.150</b>
Herstellungskosten	2.320	7.874	12.013	10.842	30.307	48.506	98.805
<b>Bruttogewinn (Umsatz ./ Herstkosten)</b>	<b>-8</b>	<b>1.109</b>	<b>3.184</b>	<b>20.658</b>	<b>9.053</b>	<b>18.864</b>	<b>42.345</b>
Forschung & Entwicklung	0	0	0	0	0	0	0
Personalkosten	3.356	7.596	14.300	15.100	15.500	18.207	21.173
Sonstige betriebliche Erträge	605	1.367	2.799	1.897	1.378	1.347	1.412
Sonstige betriebliche Aufwendungen	2.369	5.828	8.648	10.300	9.446	10.106	14.115
<b>EBITDA</b>	<b>-2.920</b>	<b>-7.619</b>	<b>-10.582</b>	<b>408</b>	<b>-12.154</b>	<b>-6.754</b>	<b>9.457</b>
Abschreibungen & Amortisation	625	1.002	2.276	3.791	4.380	5.982	7.400
<b>EBIT</b>	<b>-3.544</b>	<b>-8.622</b>	<b>-12.858</b>	<b>-3.383</b>	<b>-16.534</b>	<b>-12.736</b>	<b>2.058</b>
Nettofinanzergebnis	-21	-88	-97	-3.261	-4.991	-5.710	-6.781
Andere Finanzerträge / -aufwendungen	0	0	0	0	0	0	0
<b>EBT</b>	<b>-3.565</b>	<b>-8.709</b>	<b>-12.955</b>	<b>-6.644</b>	<b>-21.525</b>	<b>-18.445</b>	<b>-4.723</b>
Steuern	3	-8	23	465	215	184	47
Minderheitsbeteiligungen	-1	1	1	0	0	0	0
<b>Nettogewinn/ -verlust</b>	<b>-3.569</b>	<b>-8.701</b>	<b>-12.977</b>	<b>-7.109</b>	<b>-21.740</b>	<b>-18.630</b>	<b>-4.771</b>
<b>EPS (verwässert)</b>	<b>-0,16</b>	<b>-0,38</b>	<b>-0,51</b>	<b>-0,26</b>	<b>-0,80</b>	<b>-0,69</b>	<b>-0,18</b>
<b>Kennzahlen</b>							
Bruttomarge (auf Betriebsergebnis)	-0,3%	12,3%	21,0%	65,6%	23,0%	28,0%	30,0%
EBITDA-Marge (EBITDA / Umsatz)	-141,0%	-90,3%	-72,1%	1,3%	-30,9%	-10,0%	6,7%
EBIT-Marge	-171,2%	-102,1%	-87,6%	-10,7%	-42,0%	-18,9%	1,5%
Nettomarge	-172,4%	-103,1%	-88,4%	-22,6%	-55,2%	-27,7%	-3,4%
Steuersatz	-0,1%	0,1%	-0,2%	-7,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%
<b>Ausgaben in % vom Umsatz</b>							
Herstellungskosten	112,1%	93,3%	81,9%	34,4%	77,0%	72,0%	70,0%
Personalkosten	162,1%	90,0%	97,5%	47,9%	39,4%	27,0%	15,0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	114,4%	69,0%	58,9%	32,7%	24,0%	15,0%	10,0%
<b>Jährliches Wachstum</b>							
Gesamtumsatz	122,7%	307,8%	73,8%	114,7%	25,0%	71,2%	109,5%
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
<b>Vermögen</b>							
<b>Umlaufvermögen, gesamt</b>	<b>6.633</b>	<b>29.920</b>	<b>27.577</b>	<b>36.062</b>	<b>34.682</b>	<b>27.213</b>	<b>49.450</b>
Liquide Mittel	4.248	19.604	5.071	14.842	13.838	3.128	8.961
Kurzfristige Investitionen	0	0	0	0	0	0	0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	184	2.638	8.014	10.396	6.470	7.383	15.468
Vorräte	1.300	3.604	8.421	4.753	8.303	10.632	18.949
Sonstige Forderungen	901	4.073	6.071	6.071	6.071	6.071	6.071
<b>Anlagevermögen, gesamt</b>	<b>7.917</b>	<b>32.221</b>	<b>80.237</b>	<b>85.627</b>	<b>101.860</b>	<b>111.519</b>	<b>119.689</b>
Sachanlagen	2.870	23.985	67.900	73.655	90.389	100.690	108.764
Goodwill & Immaterielle Vermögenswerte	3.977	7.110	10.272	9.907	9.406	8.763	8.860
Nutzungsrechte	1.055	909	909	909	909	909	909
Sonstige Vermögenswerte	72	1.156	1.156	1.156	1.156	1.156	1.156
<b>Aktiva</b>	<b>14.550</b>	<b>62.141</b>	<b>107.814</b>	<b>121.688</b>	<b>136.542</b>	<b>138.732</b>	<b>169.139</b>
<b>Eigenkapital und Verbindlichkeiten</b>							
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt</b>	<b>4.452</b>	<b>10.397</b>	<b>16.070</b>	<b>9.572</b>	<b>23.820</b>	<b>11.995</b>	<b>20.204</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten (kurzfristig)	1.415	1.186	871	2.000	14.000	4.000	8.075
Leasingverbindlichkeiten	155	116	116	116	116	116	116
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	947	6.387	11.191	3.564	5.812	3.987	8.121
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
<b>Langfristige Verbindlichkeiten, gesamt</b>	<b>1.353</b>	<b>5.224</b>	<b>5.290</b>	<b>32.770</b>	<b>55.116</b>	<b>87.761</b>	<b>114.730</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten	21	2.708	2.371	27.371	47.371	77.371	104.296
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
<b>Anteile Dritter</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
<b>Eigenkapital</b>	<b>8.744</b>	<b>46.518</b>	<b>86.454</b>	<b>79.345</b>	<b>57.605</b>	<b>38.975</b>	<b>34.205</b>
<b>Passiva</b>	<b>14.550</b>	<b>62.141</b>	<b>107.814</b>	<b>121.688</b>	<b>136.542</b>	<b>138.732</b>	<b>169.139</b>
<b>Kennzahlen</b>							
Current ratio (x)	1,49	2,88	1,72	3,77	1,46	2,27	2,45
Quick ratio (x)	1,20	2,53	1,19	3,27	1,11	1,38	1,51
Eigenkapitalquote	60,1%	74,9%	80,2%	65,2%	42,2%	28,1%	20,2%
Nettoverbindlichkeiten	-2.812	-15.711	-1.830	14.529	47.533	78.243	103.409
Net Gearing	-32,2%	-33,8%	-2,1%	18,3%	82,5%	200,8%	302,3%
Return on Equity (ROE)	-40,8%	-18,7%	-15,0%	-9,0%	-37,7%	-47,8%	-13,9%
Forderungsumschlag in Tagen	32	114	199	120	60	40	40
Vorratsumschlag in Tagen	205	167	256	160	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
<b>EBIT</b>	<b>-3.544</b>	<b>-8.622</b>	<b>-12.858</b>	<b>-3.383</b>	<b>-16.534</b>	<b>-12.736</b>	<b>2.058</b>
Abschreibungen	625	1.002	2.276	3.791	4.380	5.982	7.400
<b>EBITDA</b>	<b>-2.920</b>	<b>-7.619</b>	<b>-10.582</b>	<b>408</b>	<b>-12.154</b>	<b>-6.754</b>	<b>9.457</b>
Veränderungen Working Capital	528	-1.136	-6.476	-6.340	2.623	-5.067	-12.269
Sonstiges (Rückstellungen, Zinsen, etc.)	255	758	1.594	-3.726	-5.206	-5.894	-6.828
<b>Operativer Cashflow</b>	<b>-2.137</b>	<b>-7.997</b>	<b>-15.464</b>	<b>-9.659</b>	<b>-14.737</b>	<b>-17.715</b>	<b>-9.640</b>
Investitionen in Sachanlagen	-1.830	-21.570	-44.989	-8.132	-19.680	-14.821	-14.115
Investitionen in immaterielle Vermögenswerte	-2.208	-3.483	-4.436	-867	-787	-674	-1.412
<b>Freier Cashflow</b>	<b>-6.175</b>	<b>-33.050</b>	<b>-64.889</b>	<b>-18.658</b>	<b>-35.204</b>	<b>-33.210</b>	<b>-25.166</b>
Akquisitionen und Verkäufe	0	0	0	0	0	0	0
Andere Investitionen	250	-11	-65	0	0	0	0
<b>Cashflow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-3.789</b>	<b>-25.064</b>	<b>-49.490</b>	<b>-8.999</b>	<b>-20.467</b>	<b>-15.495</b>	<b>-15.527</b>
Cashflow aus FK-Finanzierung, netto	1.240	2.463	-653	26.129	32.000	20.000	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
<b>Cashflow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>8.819</b>	<b>48.417</b>	<b>50.421</b>	<b>28.429</b>	<b>34.200</b>	<b>22.500</b>	<b>31.000</b>
FOREX & sonstige Effekte	0	0	0	0	0	0	0
<b>Veränderung der liquiden Mittel</b>	<b>2.894</b>	<b>15.356</b>	<b>-14.534</b>	<b>9.771</b>	<b>-1.004</b>	<b>-10.710</b>	<b>5.834</b>
Cash am Anfang der Periode	1.354	4.248	19.604	5.071	14.842	13.838	3.128
<b>Cash zum Ende der Periode</b>	<b>4.248</b>	<b>19.604</b>	<b>5.071</b>	<b>14.842</b>	<b>13.838</b>	<b>3.128</b>	<b>8.961</b>
<b>Jährliches Wachstum</b>							
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%	20,3%	-34,2%	37,8%

## Imprint / Disclaimer

### First Berlin Equity Research

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

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

Anschrift:

First Berlin Equity Research GmbH

Friedrichstr. 69

10117 Berlin

Germany

Vertreten durch den Geschäftsführer: Martin Bailey

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

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

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

Amtsgericht Berlin Charlottenburg HR B 103329 B

UST-Id.: 251601797

Ggf. Inhaltlich Verantwortlicher gem. § 6 MDSStV

First Berlin Equity Research GmbH

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

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

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

Die Erstellung dieser Empfehlung wurde am 14. Februar 2024 um 13:11 Uhr abgeschlossen.

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

**Copyright© 2024 First Berlin Equity Research GmbH.** Kein Teil dieser Finanzanalyse darf ohne vorherige schriftliche Genehmigung durch die First Berlin Equity Research GmbH kopiert, fotokopiert, vervielfältigt oder weiterverbreitet werden, gleich in welcher Form und durch welches Medium. Bei Zitaten ist die First Berlin Equity Research GmbH als Quelle anzugeben. Weitere Informationen sind auf Anfrage erhältlich.

### **ANGABEN GEM. § 85 ABS. 1 S. 1 WPHG, ART. 20 ABS. 1 DER VERORDNUNG (EU) NR. 596/2014 DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES VOM 16. APRIL 2014 ÜBER MARKTMISSBRAUCH (MARKTMISSBRAUCHSVERORDNUNG) UND GEM. ART. 37 DER DURCHFÜHRUNGSVERORDNUNG (EU) NR. 2017/565 (MIFID) II.**

Die First Berlin Equity Research GmbH (im Folgenden: „First Berlin“) erstellt Finanzanalysen unter Berücksichtigung der einschlägigen regulatorischen Vorgaben, insbesondere § 85 Abs. 1 S. 1 WpHG, Art. 20 Abs. 1 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und gem. Art. 37 der Durchführungsverordnung (EU) Nr. 2017/565 (MiFID) II. Mit den nachfolgenden Erläuterungen informiert First Berlin Anleger über die gesetzlichen Vorgaben, die bei der Erstellung von Finanzanalysen zu beachten sind.

### **INTERESSENKONFLIKTE**

Nach Art. 37 Abs. 1 der Durchführungsverordnung (EU) Nr. 2017/565 (MiFID) II und Art. 20 Abs. 1 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (MAR) müssen Wertpapierfirmen, die Finanzanalysen erstellen oder erstellen lassen, die im Anschluss unter den Kunden der Wertpapierfirma oder in der Öffentlichkeit verbreitet werden sollen oder aller Wahrscheinlichkeit nach verbreitet werden, sicherstellen, dass in Bezug auf die an der Erstellung dieser Analysen beteiligten Finanzanalysten sowie in Bezug auf andere relevante Personen, deren Aufgaben oder Geschäftsinteressen mit den Interessen der Personen, an die die Finanzanalysen weitergegeben werden, kollidieren könnten, alle in Art. 34 Abs. 2 Buchst. b) VO (EU) 2017/565 genannten Maßnahmen getroffen werden. Nach Art. 34 Abs. 3 VO (EU) 2017/565 müssen die gem. Abs. 2 Buchst. b) dieses Artikels zur Verhinderung oder Bewältigung von Interessenkonflikten festgelegten Maßnahmen und Verfahren, so ausgestaltet werden, dass die relevanten Personen, die mit den Tätigkeiten befasst sind, bei den Interessenkonflikten bestehen, diese Tätigkeiten mit dem Grad an Unabhängigkeit ausführen, der der Größe und dem Betätigungsfeld der Wertpapierfirma und der Gruppe, der die Wertpapierfirma angehört, sowie der Höhe des Risikos, dass die Interessen der Kunden geschädigt werden, angemessen ist.

Zusätzlich hat First Berlin gemäß Art. 5 der Delegierten Verordnung (EU) 2016/958 der Kommission in ihren Empfehlungen alle Beziehungen und Umstände offenzulegen, bei denen nach vernünftigem Ermessen damit gerechnet werden kann, dass sie die Objektivität der Finanzanalyse beeinträchtigen, einschließlich etwaiger Interessen oder Interessenkonflikte ihrerseits oder aufseiten aller natürlichen oder juristischen Personen, die im Rahmen eines Vertrags, einschließlich eines Arbeitsvertrags, oder anderweitig für sie tätig sind und die an der Erstellung von Finanzanalysen beteiligt waren, die ein Finanzinstrument oder den Emittenten betreffen, auf das oder den sich die Empfehlung direkt oder indirekt bezieht.

In Bezug auf die Finanzanalysen von Enapter AG bestehen die folgenden Beziehungen und Umstände, aufgrund derer vernünftigerweise erwartet werden kann, dass sie die Objektivität der Finanzanalysen beeinträchtigen könnten: Der Ersteller, First Berlin, oder ein mit First Berlin verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zur Erstellung einer Finanzanalyse getroffen, für die eine Vergütung geschuldet ist.

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

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

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

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

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

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

**STICHTAGE VON KURSEN**

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

**ABSTIMMUNG MIT DEM ANALYSIERTEN UNTERNEHMEN UND EINFLUSSNAHME**

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

**ANLAGEBEWERTUNGSSYSTEM**

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

**ANLAGEEMPFEHLUNG**

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

Kategorie		1	2
Aktuelle Marktkapitalisierung (in €)		0 - 2 Milliarden	> 2 Milliarden
Strong Buy <sup>1</sup>	erwartete positive Kursentwicklung von:	> 50%	> 30%
Buy	erwartete positive Kursentwicklung von:	> 25%	> 15%
Add	erwartete positive Kursentwicklung zwischen:	0% to 25%	0% to 15%
Reduce	erwartete negative Kursentwicklung zwischen:	0% to -15%	0% to -10%
Sell	erwartete negative Kursentwicklung von:	< -15%	< -10%

<sup>1</sup> Die erwartete Kursentwicklung ist verbunden mit einem großen Vertrauen in Qualität und Prognosesicherheit des Managements

Unser Empfehlungssystem platziert jedes Unternehmen in eine von zwei Marktkapitalisierungskategorien. Unternehmen der Kategorie 1 haben eine Marktkapitalisierung von €0 bis €2 Milliarden, und Unternehmen der Kategorie 2 eine Marktkapitalisierung von über €2 Milliarden. Die Schwellen bei der erwarteten Rendite, die unserem Empfehlungssystem zugrunde liegen, sind bei Unternehmen der Kategorie 2 niedriger als bei Unternehmen der Kategorie 1. Dies spiegelt das allgemein niedrigere Risiko wider, das mit Unternehmen mit höherer Marktkapitalisierung verbunden ist.

**RISIKOBEWERTUNG**

Die First-Berlin-Kategorien zur Risikobewertung sind Niedrig, Mittel, Hoch und Spekulativ. Sie werden durch zehn Faktoren bestimmt: Unternehmensführung und -kontrolle, Gewinnqualität, Stärke der Geschäftsleitung, Bilanz- und Finanzierungsrisiko, Positionierung im Wettbewerbsumfeld, Standard der Offenlegung der finanziellen Verhältnisse, aufsichtsrechtliche und politische Ungewissheit, Markenname, Marktkapitalisierung und Free Float. Diese Risikofaktoren finden Eingang in die First-Berlin-Bewertungsmodelle und sind daher in den Kurszielen enthalten. Die Modelle können von First-Berlin-Kunden angefordert werden.



### ANLAGEEMPFEHLUNG- & KURSZIELHISTORIE

Bericht Nr.:	Tag der Veröffentlichung	Schlusskurs Vortag	Anlageempfehlung	Kursziel/Bewertung
Initial Report	21. September 2020	€ 6,50	Buy	€ 8,90
2...9	↓	↓	↓	↓
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	29. Juni 2023	€ 11,90	Buy	€ 19,00
14	11. September 2023	€ 12,50	Buy	€ 17,00
15	19. Oktober 2023	€ 10,75	Buy	€ 17,00
16	12. Januar 2024	€ 7,68	Buy	€ 13,00
17	31. Januar 2024	€ 8,10	Buy	€ 13,00
18	Heute	€ 8,64	Buy	€ 13,00

### 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.**