

# Enapter AG

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

Enapter  
 Informationstag

## BEWERTUNG

### KURSZIEL

Aufwärtspotenzial  
 Risikobewertung

## BUY

€ 11,00

157,0%  
 High

## DEFINITIV AUF DEM RICHTIGEN WEG

Der Enapter Informationstag in Pisa, Italien, hat gezeigt, dass das Unternehmen strategisch und operativ definitiv auf dem richtigen Weg ist. Strategisch hat das Management die richtigen Weichen gestellt. Das US-Geschäft mit dem neuen Partner Clean H2 hat bereits in den ersten vier Monaten der Kooperation einen Auftragseingang von >€5 Mio. generiert. Das Joint Venture mit dem chinesischen Partner Wolong verspricht einen zügigen Aufbau der Elektrolyseurproduktion in China zu deutlich niedrigeren Kosten als in Europa. Dies sollte die Wettbewerbsfähigkeit von Enapters AEM-Technologie deutlich stärken und schon bald die PEM-Technologie der Wettbewerber in den Schatten stellen. Die Anpassung der Strategie – die Konzentration auf die Stackentwicklung und -produktion in Pisa und die Forcierung von Elektrolyseurproduktion und -vertrieb über Partner – führt dazu, dass die ursprünglich als Elektrolyseur-Massenproduktionsstätte geplante Fabrik in Saerbeck nicht mehr gebraucht wird und daher vermietet werden soll. Wir rechnen mit Mieteinnahmen von ca. €2 Mio. p.a. Wir sehen Enapter gegenwärtig als sehr gut aufgestellt, um vom anziehenden Elektrolyseurmarkt zu profitieren. Nach der gelungenen strategischen Neuausrichtung halten wir die Sicherstellung der Finanzierung bis zum Erreichen eines positiven freien Cashflows für die letzte verbleibende Hürde zum weltweiten Erfolg. Wir haben unsere Schätzungen an die Neuausrichtung angepasst. Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt weiterhin ein Kursziel von €11. Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung.

**Enapters Informationstag in Pisa, Italien** Enapters Informationstag bot neben Präsentationen des Managements, von Führungskräften und wichtigen Partnern auch Produktionsführungen und eine Produktvorführung. Wir haben an drei Führungen durch verschiedene Produktionsbereiche teilgenommen und eine Einführung in den AEM Flex 120 anhand eines vor Ort aufgebauten Gerätes erhalten, das nach dem Informationstag an den Kunden ausgeliefert wird.

(b.w.)

## FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Umsatz (€ Mio.)	8,4	14,7	31,6	33,9	67,4	141,2
Jährliches Wachstum	307,8%	73,8%	115,4%	7,1%	99,0%	109,5%
EBIT (€ Mio.)	-8,6	-12,9	-2,7	-12,2	-7,7	6,0
EBIT-Marge	-102,1%	-87,6%	-8,5%	-36,1%	-11,4%	4,3%
Jahresübers. (€ Mio.)	-8,7	-13,0	-7,2	-18,6	-14,0	0,2
EPS (verwässert) (€)	-0,38	-0,51	-0,26	-0,68	-0,51	0,01
DPS (€)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF (€ Mio.)	-33,0	-64,9	-24,5	-17,0	-17,2	-12,9
Nettoverschuldungsgrad	-33,8%	-2,1%	30,6%	63,7%	113,1%	139,5%
Liquide Mittel (€ Mio.)	19,6	5,1	14,6	10,3	6,0	3,1

## 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: 20. Jun 2024

Schlusskurs	€ 4,28
Aktien im Umlauf	27,20 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 116,39 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 3,93 / 13,10
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	16.642

Multiples	2023	2024E	2025E
KGV	n.a.	n.a.	n.a.
EV/Sales	4,5	4,2	2,1
EV/EBIT	n.a.	n.a.	n.a.
Div.-Rendite	0,0%	0,0%	0,0%

## KURSÜBERSICHT



## UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 31. Dez 2023

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

## AKTIONÄRSSTRUKTUR

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



**AEM Flex 120** Die Produkteinführung in den Flex 120 zeigte die Funktionsweise und das Zusammenspiel der Elektrolyseur-Teilsysteme. Die Modularität des Flex 120 (50 Stacks) sowie Stackgröße und -gewicht ermöglichen eine einfache Austauschbarkeit einzelner Stacks während des laufenden Betriebs. Bei einem vergleichbaren großen nicht-modularen PEM-Stack würde ein Austausch zu einem kompletten Produktionsausfall führen. Aufgrund von Größe und Gewicht würde der PEM-Stack-Tausch deutlich mehr Zeit in Anspruch nehmen. Der modulare Ansatz der AEM-Technologie erlaubt auch einen individuell optimierten Pfad bezüglich Elektrolyseur-Performance (die im Zeitablauf durch Degradation sinkt) und Ersatzinvestition in einen neuen Stack.

**Produktionsführungen** Die Führung durch die Anoden- und Kathodenproduktion machte die Komplexität dieser Produktionsprozesse deutlich. Die Stackproduktion profitiert von einer selbst entwickelten Prüfsoftware. Die Stackprüfung soll durch Zusammenlegung zweier Prüfprozesse zukünftig doppelt so schnell von statten gehen. Die Stackproduktionskapazität wurde mit 1.000 Stacks pro Monat angegeben, also 12.000 pro Jahr. Die Elektrolyseurproduktion (EL 4.0) wird zukünftig nicht mehr in Pisa, sondern in China stattfinden. Insgesamt machte die Produktion einen sehr geordneten und wohl organisierten Eindruck. Produktionsflussdiagramme erklären die Abläufe in den einzelnen Produktionsbereichen. Alle Führungen wurden von Führungskräften der Bereiche durchgeführt, die durch die Bank einen sehr kompetenten Eindruck vermittelten.

**Softwareentwicklung** Über die Führungen hinaus bot Enapter Einblick in ihre Softwareentwicklung und -nutzung. Die Open Source Lösung für das Energiemanagement wird sehr gut angenommen und entwickelt sich zu einer Plattform, die bisher von 49 Betreibern von Energieanlagen genutzt und für die eigenen Zwecke weiterentwickelt wird. Die meisten Elektrolyseurkäufer sind bereit, die Betriebsdaten mit Enapter zu teilen und dadurch vom datenbasierten Service des Unternehmens zu profitieren. Damit erhält Enapter viele Millionen Betriebsdatenpunkte, die ein immer besseres Verständnis der AEM Wasserstoffelektrolyse ermöglichen.

Enapters Elektrolyseur-Software bietet Cloud-Dashboards und Android/iOS Apps zur optimalen Steuerung der Wasserstoffproduktion inklusive Preventive Maintenance. Jeden Monat werden 930 Mio. Datenpunkte generiert, davon 810 Mio. von Kundenanlagen und 120 Mio. F&E sowie Fabrikdaten.

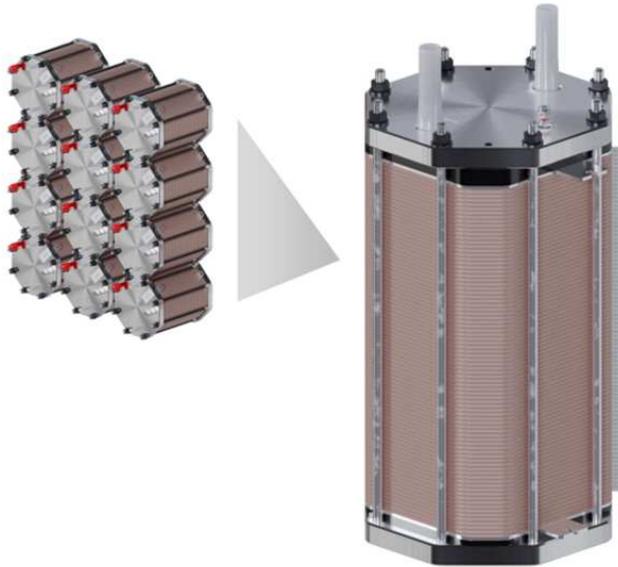
**30 kW Stack** Enapter hat auch einen Prototyp des 30 kW Stacks vorgeführt. Dieser hat im Vergleich zum bisherigen 2,4 kW Stack eine 12,5-fache Leistung und soll im Laufe des nächsten Jahres getestet und validiert werden, um dann 2026 in die Serienproduktion zu gehen. Der 30 kW Stack ist für große Elektrolyseure ( $\geq 1$  MW) vorgesehen, um die Stackzahl überschaubar zu halten. Der AEM Nexus 1000 hat 420 Stacks mit einer Leistung von 2,4 kW. Dieser 1 MW Elektrolyseur würde nur ca. 34 große Stacks benötigen. Für kleinere Elektrolyseure bleibt der 2,4 kW Stack aber die erste Wahl, weil Gewicht und Größe dieser Stacks einen einfachen manuellen Austausch ermöglichen. Der 30 kW Stack ergänzt damit den 2,4 kW Stack, ersetzt ihn aber nicht (vgl. Abbildung 1 auf der nächsten Seite).

Bei der Stackentwicklung setzt Enapter auf Digitalisierung. Über Simulationen (Finite Element Methode und Computational Fluid Dynamics) werden

- der Elektrolytzu- und -abfluss optimiert,
- die Aufnahme des Elektrolyts von der ersten bis zur letzten Zelle homogenisiert,
- Umwege und Stillstände reduziert,
- Kritische Deformierungen vorhergesagt und das Design entsprechend angepasst,
- mechanische Verhaltensweisen unter Betriebsbedingungen analysiert.

Beim Testen der Stacks nutzt Enapter die hauseigene Test-Plattform, die das Unternehmen selbst entwickelt, gebaut und validiert hat.

**Abbildung 1: Ähnliche Leistung: 12 x 2,4 kW Stacks und ein ca. 30 kW Stack**



Quelle: First Berlin Equity Research, Enapter AG

**Kooperation mit Clean H2 läuft sehr gut an** Clean H2 hat exklusive Vertriebsrechte für Enapters Elektrolyseure in den USA. Clean H2s COO hat auch am Enapter Informationstag teilgenommen und konnte bereits nach vier Monaten einen Auftragseingang von €5,4 Mio. präsentieren. Für 2025 plant Clean H2 Umsätze zwischen €15 Mio. - €25 Mio. Für die nächsten drei bis fünf Jahre plant das Unternehmen mit einer CAGR von ca. 35%.

**Elektrolyseur-Produktion in China wird die Kosten deutlich senken** Das Joint-Venture mit Wolong zur Produktion von Elektrolyseuren in China hat für Enapter mehrere Vorteile:

- Wolong hat umfangreiche Erfahrung im Maschinenbau. Das Unternehmen sollte daher beim Bau von Elektrolyseuren höchste Qualitätsansprüche erfüllen und eine effiziente Produktion aufbauen. Wolong verfügt auch über ein Service-Netzwerk in China.
- Mit Wolong erhält Enapter Zugang zu chinesischen Lieferanten. Somit dürfte das JV nicht nur die Produktionskosten senken, sondern auch die Materialkosten. Wir rechnen damit, dass der in China gebaute AEM Elektrolyseur bald kostengünstiger hergestellt werden kann als Elektrolyseure von konkurrierenden PEM-EL-Anbietern.
- Mit dem JV hat Enapter Zugang zum weltweit größten Elektrolyseurmarkt. Die IEA schätzt die Produktionskapazität für grünen Wasserstoff Ende 2023 in China auf 1,2 GW, was ungefähr 50% der weltweiten Kapazität entspricht. Der erste AEM Nexus 1000 für den chinesischen Markt soll noch in diesem Jahr ausgeliefert werden. Enapter hat bereits 150 chinesische Vertriebsmitarbeiter in Pisa geschult.

**Produktionsstätte in Saerbeck wird nicht mehr gebraucht** Die Anpassung der Unternehmensstrategie an die geänderten Marktbedingungen (langsamerer Markthochlauf, geringer als erwartete Nachfrage nach kleinen Elektrolyseuren, Kostendruck) führt dazu, dass die Fabrikhalle in Saerbeck, die ursprünglich als Massenproduktionsstätte für kleine Elektrolyseure konzipiert wurde, nicht mehr gebraucht wird. Stattdessen wird die Produktion in das Joint Venture mit Wolong nach China verlegt. Die Produktionshalle wird vermietet und soll dadurch Einnahmen von ca. €2 Mio. p.a. generieren.

### Warum wir Enapters Anion Exchange Membran (AEM) Technologie für vorteilhaft halten

Gegenüber der Proton Exchange Membran (PEM) Elektrolyse besticht die AEM Technologie durch die Freiheit von Iridium und Titan. Beide sind teuer und Iridium ein weltweit sehr knappes Gut, das den Ausbau der PEM Elektrolyse empfindlich bremsen könnte (vgl. dazu unser Research vom 19. Oktober 2023). Auch bezüglich einer strengeren Regulierung von per- und polyfluorierten Chemikalien (PFAS) hat die AEM-Technologie nichts zu befürchten, da AEM-Membranen und Ionomere/Bindemittel nicht die Verwendung von nicht abbaubaren PFAS-Materialien erfordern (vgl. Abbildung 2).

Zwar kann auch die PEM Technologie gut mit einer volatilen Stromversorgung umgehen, aufgrund der Modularität von Enapters Technologie ist die AEM aber mit einer Wasserstoff-Output-Bandbreite von 3% bis 100% noch einmal deutlich flexibler. Diese Flexibilität ermöglicht auch gegenüber der PEM Elektrolyse eine signifikant höhere Wasserstoffproduktion bei einer nur auf volatilen Solarstrom fußenden Versorgung.

### Abbildung 2: Die Vorteile von Enapters AEM Technologie im Überblick

	AEM	PEM	ALK
Unterstützt volatile erneuerbare Energie	✓	✓	x
Iridiumfrei	✓	x	✓
Titanfrei	✓	x	✓
Bereit für PFAS-Regulierung	✓	x	x
Kompaktes Design	✓	✓	x
Hohe Stromdichte	✓	✓	x
Elektrochemische Kompression	✓	✓	x
Sicher handhabbares Elektrolyt	✓	✓	x

Quelle: First Berlin Equity Research, Enapter AG

**Wir erwarten H1-Umsatz von mindestens €7 Mio.** Wir gehen davon aus, dass Enapter im ersten Halbjahr den Umsatz um ca. 50% auf mindestens €7 Mio. steigern kann. Neben den Verkäufen von kleinen Elektrolyseuren sollten erste Auslieferungen des AEM Flex 120 und des AEM Nexus 1000 zu diesem kräftigen Umsatzwachstum beitragen.

**Auftragsbestand wächst kräftig** Der Auftragsbestand belief sich Anfang Juni auf €35,3 Mio., davon fallen €15,3 Mio. in das laufende Jahr und €20 Mio. in das Jahr 2025. Ende August 2023 belief sich der Auftragsbestand auf ca. €20 Mio. Damit erhöhte sich der Auftragsbestand im Zeitraum Ende August 2023 bis Anfang Juni 2024 um 77%.

Der Auftragsbestand verteilt sich auf

- Einzelkern-Elektrolyseure (€3,9 Mio.),
- Multikern-Elektrolyseure (€22,3 Mio.) und
- Stacks (€5,4 Mio.).

Die Aufteilung zeigt, welche zentrale Rolle die Multikern-Elektrolyseure bereits heute für Enapter spielen. Sie machen 63% des Auftragsbestands aus. Bereits für dieses Jahr erwartet Enapter Multicore-Umsätze von über €9 Mio.

**Schätzungen nach Strategieanpassung komplett überarbeitet** Die angepasste Unternehmensstrategie wird weniger Investitionen erfordern, da die Elektrolyseure zukünftig im Joint Venture mit Wolong (Anteil Enapter: 49%) produziert werden. Geringere Investitionen führen zu niedrigeren Abschreibungen. Enapters Anteil am Ergebnis des Joint Ventures haben wir im Finanzergebnis berücksichtigt. Die Auslagerung der Elektrolyseurproduktion sollte zu einem geringeren Personalkostenanstieg führen. Die Einnahmen aus der Vermietung der Fabrik in Saerbeck haben wir bei den sonstigen operativen Erträgen berücksichtigt. Unsere Umsatzschätzungen lassen wir unverändert. Für 2024 erwarten wir erste positive Auswirkungen der Strategieanpassung auf das operative



Ergebnis. Unsere EBITDA-Schätzung liegt jetzt ungefähr in der Mitte der Guidance (vgl. Abbildung 3). Für 2025E prognostizieren wir eine deutliche Ergebnisverbesserung, und für 2026E gehen wir nunmehr von einem leicht positiven Nettoergebnis aus (vgl. Abbildung 4).

### Abbildung 3: Guidance und Schätzungen

in € Mio.	Guidance	FBe neu	FBe alt
Umsatz	34	33,9	33,9
EBITDA	-7 to -8	-7,6	-8,1

Quelle: First Berlin Equity Research, Enapter AG

### Abbildung 4: Anpassung der Schätzungen

Alle Zahlen in € Mio.	2024E			2025E			2026E		
	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta
Umsatz	33,9	33,9	0%	67,4	67,4	0%	141,2	141,2	0%
EBIT	-12,7	-12,2	-	-12,9	-7,7	-	2,0	6,0	197%
Marge	-37,5%	-36,1%	-	-19,1%	-11,4%	-	1,4%	4,3%	-
Nettoergebnis	-19,0	-18,6	-	-19,6	-14,0	-	-5,6	0,2	-
Marge	-56,0%	-54,9%	-	-29,1%	-20,7%	-	-4,0%	0,2%	-
GPA (verwässert, in €)	-0,70	-0,68	-	-0,72	-0,51	-	-0,20	0,01	-

Quelle: First Berlin Equity Research

**Weiterhin Kaufen bei unverändertem Kursziel** Ein aktualisiertes DCF-Modell auf Basis der neuen Schätzungen ergibt weiterhin ein Kursziel von €11. Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung.



## BEWERTUNGSMODELL

DCF Bewertungsmodell*								
Alle Angaben in Tsd EUR	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
<b>Nettoumsatz</b>	<b>33.860</b>	<b>67.370</b>	<b>141.150</b>	<b>219.100</b>	<b>317.894</b>	<b>448.173</b>	<b>613.427</b>	<b>814.407</b>
<b>NOPLAT</b>	<b>-12.417</b>	<b>-7.823</b>	<b>5.882</b>	<b>19.632</b>	<b>31.254</b>	<b>44.279</b>	<b>51.114</b>	<b>68.433</b>
+ Abschreibungen	4.674	6.299	6.950	7.378	7.760	8.468	9.539	10.992
= Operativer Cashflow (netto)	-7.743	-1.524	12.832	27.010	39.014	52.747	60.652	79.425
- Gesamte Investitionen (Capex, WC, Sonstiges)	-865	-7.046	-20.111	-23.156	-35.732	-46.978	-59.497	-72.393
Capex	-7.788	-9.432	-11.292	-11.393	-15.432	-20.209	-25.541	-31.096
Working Capital	4.722	-114	-8.819	-11.763	-20.300	-26.770	-33.956	-41.297
Sonstiges	2.200	2.500	0	0	0	0	0	0
= Freier Cashflow (FCF)	-8.608	-8.570	-7.280	3.854	3.282	5.769	1.155	7.032
<b>GW der FCFs</b>	<b>-7.993</b>	<b>-6.915</b>	<b>-5.105</b>	<b>2.349</b>	<b>1.737</b>	<b>2.654</b>	<b>462</b>	<b>2.443</b>

in Tsd EUR	
GWs der FCFs explizite Periode (2024E-2038E)	95.896
GWs der FCFs in der Terminalperiode	221.422
Unternehmenswert (EV)	317.318
+ Nettokasse / - Nettverbindlichkeiten	-25.236
+ Investitionen / Anteile Dritter	1
Shareholder Value	292.083
Verwässerte Aktienanzahl	27.195
<b>Fairer Wert</b>	<b>10,74</b>

Terminales Wachstum	4,0%
Terminale EBIT-Marge	12,8%

WACC		Umsatzwachstum in der Terminalperiode						
		2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%	5,0%	5,5%
12,1%	18,46	19,07	19,76	20,53	21,41	22,41	23,56	
13,1%	14,96	15,38	15,86	16,38	16,97	17,63	18,38	
14,1%	12,21	12,51	12,85	13,21	13,62	14,06	14,57	
15,1%	10,02	10,24	10,48	<b>10,74</b>	11,02	11,34	11,68	
16,1%	8,26	8,42	8,59	8,78	8,98	9,20	9,45	
17,1%	6,82	6,94	7,07	7,21	7,35	7,51	7,69	
18,1%	5,64	5,73	5,82	5,92	6,03	6,15	6,27	

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



## GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd EUR	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>Umsatz</b>	<b>8.442</b>	<b>14.671</b>	<b>31.605</b>	<b>33.860</b>	<b>67.370</b>	<b>141.150</b>
Bestandsveränderungen	540	525	2.078	0	0	0
Andere aktivierte Eigenleistungen	3.330	6.383	4.076	3.386	1.347	988
<b>Gesamtleistung</b>	<b>8.982</b>	<b>15.197</b>	<b>33.683</b>	<b>33.860</b>	<b>67.370</b>	<b>141.150</b>
Herstellungskosten	7.874	12.013	12.961	24.718	48.506	101.628
<b>Bruttogewinn (Umsatz ./. Herstkosten)</b>	<b>1.109</b>	<b>3.184</b>	<b>20.722</b>	<b>9.142</b>	<b>18.864</b>	<b>39.522</b>
Personalkosten	7.596	14.300	13.561	14.500	16.207	18.350
Sonstige betriebliche Erträge	1.367	2.799	4.116	3.725	4.716	4.940
Sonstige betriebliche Aufwendungen	5.828	8.648	13.867	9.312	10.106	14.115
<b>EBITDA</b>	<b>-7.619</b>	<b>-10.582</b>	<b>1.485</b>	<b>-7.559</b>	<b>-1.386</b>	<b>12.986</b>
Abschreibungen & Amortisation	1.002	2.276	4.168	4.674	6.299	6.950
<b>EBIT</b>	<b>-8.622</b>	<b>-12.858</b>	<b>-2.683</b>	<b>-12.233</b>	<b>-7.684</b>	<b>6.036</b>
Nettofinanzergebnis	-88	-97	-3.618	-6.167	-6.129	-5.651
<b>EBT</b>	<b>-8.709</b>	<b>-12.955</b>	<b>-6.301</b>	<b>-18.399</b>	<b>-13.814</b>	<b>385</b>
Steuern	-8	23	864	184	138	154
Minderheitsbeteiligungen	1	1	1	0	0	0
<b>Nettogewinn/ -verlust</b>	<b>-8.701</b>	<b>-12.977</b>	<b>-7.163</b>	<b>-18.583</b>	<b>-13.952</b>	<b>231</b>
<b>EPS (verwässert)</b>	<b>-0,38</b>	<b>-0,51</b>	<b>-0,26</b>	<b>-0,68</b>	<b>-0,51</b>	<b>0,01</b>
<b>Kennzahlen</b>						
Bruttomarge (auf Gesamtleistung)	12,3%	21,0%	61,5%	27,0%	28,0%	28,0%
EBITDA-Marge (EBITDA / Umsatz)	-90,3%	-72,1%	4,7%	-22,3%	-2,1%	9,2%
EBIT-Marge	-102,1%	-87,6%	-8,5%	-36,1%	-11,4%	4,3%
Nettomarge	-103,1%	-88,4%	-22,7%	-54,9%	-20,7%	0,2%
Steuersatz	0,1%	-0,2%	-13,7%	-1,0%	-1,0%	40,0%
<b>Ausgaben in % vom Umsatz</b>						
Herstellungskosten	93,3%	81,9%	41,0%	73,0%	72,0%	72,0%
Personalkosten	90,0%	97,5%	42,9%	42,8%	24,1%	13,0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	69,0%	58,9%	43,9%	27,5%	15,0%	10,0%
<b>Jährliches Wachstum</b>						
Gesamtumsatz	307,8%	73,8%	115,4%	7,1%	99,0%	109,5%
Operatives Ergebnis	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Nettogewinn/ -verlust	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.



## BILANZ

Alle Angaben in Tsd EUR	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>Vermögen</b>						
<b>Umlaufvermögen, gesamt</b>	<b>29.920</b>	<b>27.577</b>	<b>54.778</b>	<b>45.661</b>	<b>42.708</b>	<b>50.305</b>
Liquide Mittel	19.604	5.071	14.589	10.311	6.017	3.086
Kurzfristige Investitionen	0	0	0	0	0	0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	2.638	8.014	23.269	14.843	15.135	19.336
Vorräte	3.604	8.421	11.310	14.898	15.947	22.275
Sonstige Forderungen	4.073	6.071	5.609	5.609	5.609	5.609
<b>Anlagevermögen, gesamt</b>	<b>32.221</b>	<b>80.237</b>	<b>86.631</b>	<b>89.946</b>	<b>93.280</b>	<b>97.773</b>
Sachanlagen	23.985	67.900	72.902	75.065	77.000	79.437
Goodwill & Immaterielle Vermögenswerte	7.110	10.272	11.973	13.125	14.525	16.581
Nutzungsrechte	909	1.007	1.007	1.007	1.007	1.007
Sonstige Vermögenswerte	1.156	748	748	748	748	748
<b>Aktiva</b>	<b>62.141</b>	<b>107.814</b>	<b>141.408</b>	<b>135.606</b>	<b>135.988</b>	<b>148.078</b>
<b>Eigenkapital und Verbindlichkeiten</b>						
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt</b>	<b>10.397</b>	<b>16.070</b>	<b>18.745</b>	<b>57.220</b>	<b>28.852</b>	<b>73.635</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten (kurzfristig)	1.186	871	1.004	39.595	10.000	53.075
Leasingverbindlichkeiten	116	135	135	135	135	135
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	6.387	11.191	5.534	5.418	6.645	8.353
Rückstellungen (kurzfristig)	516	1.243	4.438	4.438	4.438	4.438
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	2.309	2.765	7.769	7.769	7.769	7.769
<b>Langfristige Verbindlichkeiten, gesamt</b>	<b>5.224</b>	<b>5.290</b>	<b>42.398</b>	<b>16.704</b>	<b>59.406</b>	<b>26.482</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten	2.708	2.371	38.108	10.012	50.012	16.937
Leasingverbindlichkeiten	471	579	781	982	1.133	1.178
Passive Rechnungsabgrenzungsposten	1.844	2.080	2.080	2.080	2.080	2.080
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	605	1.632	3.832	6.332	6.332	6.332
<b>Anteile Dritter</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>
<b>Eigenkapital</b>	<b>46.518</b>	<b>86.454</b>	<b>80.266</b>	<b>61.683</b>	<b>47.731</b>	<b>47.962</b>
Gezeichnetes Kapital	24.406	27.195	27.195	27.195	27.195	27.195
Kapitalrücklage	37.615	87.586	88.623	88.623	88.623	88.623
Andere Rücklagen	-83	69	9	9	9	9
Eigene Aktien	0	0	0	0	0	0
Gewinnrücklagen	-15.418	-28.396	-35.560	-54.144	-68.095	-67.864
<b>Passiva</b>	<b>62.141</b>	<b>107.814</b>	<b>141.408</b>	<b>135.606</b>	<b>135.988</b>	<b>148.078</b>
<b>Kennzahlen</b>						
Current ratio (x)	2,88	1,72	2,92	0,80	1,48	0,68
Quick ratio (x)	2,53	1,19	2,32	0,54	0,93	0,38
Eigenkapitalquote	74,9%	80,2%	56,8%	45,5%	35,1%	32,4%
Nettoverbindlichkeiten	-15.711	-1.830	24.522	39.297	53.996	66.926
Net Gearing	-33,8%	-2,1%	30,6%	63,7%	113,1%	139,5%
Return on Equity (ROE)	-18,7%	-15,0%	-8,9%	-30,1%	-29,2%	0,5%
Forderungsumschlag in Tagen	114	199	269	160	82	50
Vorratsumschlag in Tagen	167	256	319	220	120	80
Kreditorenlaufzeit in Tagen	296	340	156	80	50	30



## CASHFLOWRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd EUR	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>EBIT</b>	<b>-8.622</b>	<b>-12.858</b>	<b>-2.683</b>	<b>-12.233</b>	<b>-7.684</b>	<b>6.036</b>
Abschreibungen	1.002	2.276	4.168	4.674	6.299	6.950
<b>EBITDA</b>	<b>-7.619</b>	<b>-10.582</b>	<b>1.485</b>	<b>-7.559</b>	<b>-1.386</b>	<b>12.986</b>
Veränderungen Working Capital	-1.136	-6.476	-16.962	4.722	-114	-8.819
Sonstiges (Rückstellungen, Zinsen, etc.)	758	1.594	1.410	-6.351	-6.267	-5.805
<b>Operativer Cashflow</b>	<b>-7.997</b>	<b>-15.464</b>	<b>-14.067</b>	<b>-9.187</b>	<b>-7.767</b>	<b>-1.639</b>
Investitionen in Sachanlagen	-21.570	-44.989	-5.930	-5.079	-6.063	-7.058
Investitionen in immaterielle Vermögenswerte	-3.483	-4.436	-4.496	-2.709	-3.369	-4.235
<b>Freier Cashflow</b>	<b>-33.050</b>	<b>-64.889</b>	<b>-24.493</b>	<b>-16.975</b>	<b>-17.199</b>	<b>-12.931</b>
Akquisitionen und Verkäufe	0	0	0	0	0	0
Andere Investitionen	-11	-65	0	0	0	0
<b>Cashflow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-25.064</b>	<b>-49.490</b>	<b>-10.426</b>	<b>-7.788</b>	<b>-9.432</b>	<b>-11.292</b>
Cashflow aus FK-Finanzierung, netto	2.463	-653	34.138	10.496	10.405	10.000
Cashflow aus EK-Finanzierung, netto	48.304	52.998	0	0	0	0
Gezahlte Dividenden	0	0	0	0	0	0
Sonstige Finanzierung	-2.350	-1.924	-127	2.200	2.500	0
<b>Cashflow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>48.417</b>	<b>50.421</b>	<b>34.011</b>	<b>12.696</b>	<b>12.905</b>	<b>10.000</b>
FOREX & sonstige Effekte	0	0	0	0	0	0
<b>Veränderung der liquiden Mittel</b>	<b>15.356</b>	<b>-14.534</b>	<b>9.519</b>	<b>-4.278</b>	<b>-4.294</b>	<b>-2.931</b>
Cash am Anfang der Periode	4.248	19.604	5.071	14.589	10.311	6.017
<b>Cash zum Ende der Periode</b>	<b>19.604</b>	<b>5.071</b>	<b>14.590</b>	<b>10.311</b>	<b>6.017</b>	<b>3.086</b>
<b>EBITDA je Aktie</b>	<b>-0,34</b>	<b>-0,41</b>	<b>0,05</b>	<b>-0,28</b>	<b>-0,05</b>	<b>0,48</b>
<b>Jährliches Wachstum</b>						
Operativer Cashflow	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Freier Cashflow	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Finanzieller Cashflow	449,0%	4,1%	-32,5%	-62,7%	1,6%	-22,5%

## 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](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 21. Juni 2024 um 11:28 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...12	↓	↓	↓	↓
13	29. Juni 2023	€ 11,90	Buy	€ 19,00
14	11. September 2023	€ 12,50	Buy	€ 17,00
15	19. Oktober 2023	€ 10,75	Buy	€ 17,00
16	12. Januar 2024	€ 7,68	Buy	€ 13,00
17	31. Januar 2024	€ 8,10	Buy	€ 13,00
18	14. Februar 2024	€ 8,64	Buy	€ 13,00
19	1. März 2024	€ 7,28	Buy	€ 13,00
20	29. Mai 2024	€ 4,51	Buy	€ 11,00
21	Heute	€ 4,28	Buy	€ 11,00

### ANLAGEHORIZONT

Die Ratings beziehen sich vorbehaltlich einer abweichenden Aussage in der Finanzanalyse auf einen Investitionszeitraum von zwölf Monaten.

### AKTUALISIERUNG

Zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dieser Finanzanalyse steht noch nicht fest, ob, wann und zu welchem Anlass eine Aktualisierung erfolgt. Im Allgemeinen bemüht sich First Berlin, in zeitlich engem Zusammenhang mit der Erfüllung der Berichtspflichten durch das analysierte Unternehmen oder anlässlich von Ad Hoc Meldungen die Finanzanalyse auf ihre Aktualität hin zu überprüfen und gegebenenfalls zu aktualisieren.

### ÄNDERUNGSVORBEHALT

Die in der Finanzanalyse enthaltenen Meinungen spiegeln die Einschätzung des Erstellers zum Veröffentlichungstag der Finanzanalyse wider. Der Ersteller der Finanzanalyse behält sich das Recht vor, seine Meinung ohne vorherige Ankündigung zu ändern.

### Die gesetzlich erforderlichen Angaben über

- die wesentlichen Informationsgrundlagen für die Erstellung der Finanzanalyse;
- die Bewertungsgrundsätze und -methoden;
- die Sensitivität der Bewertungsparameter

entnehmen Sie bitte dem folgenden Internetlink: <http://firstberlin.com/disclaimer-german-link/>

**AUFSICHTSBEHÖRDE:** Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorferstraße 108, 53117 Bonn und Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt am Main

### HAFTUNGSAUSSCHLUSS (DISCLAIMER)

#### ZUVERLÄSSIGKEIT VON INFORMATIONEN UND INFORMATIONQUELLEN

Die in dieser Studie enthaltenen Informationen basieren auf Quellen, die der Ersteller für zuverlässig hält. Eine umfassende Prüfung der Genauigkeit und Vollständigkeit von Informationen und der Zuverlässigkeit von Informationsquellen ist weder durch den Ersteller, noch durch First Berlin erfolgt. Für die Genauigkeit und Vollständigkeit von Informationen und die Zuverlässigkeit von Informationsquellen wird demzufolge keinerlei Gewähr übernommen, und weder der Ersteller, noch First Berlin, noch die für die Weitergabe oder die Verbreitung der Finanzanalyse verantwortliche Person, haften für direkte oder indirekte, unmittelbare oder mittelbare Schäden, die aus dem Vertrauen auf die Genauigkeit und Vollständigkeit von Informationen und die Zuverlässigkeit von Informationsquellen entstehen.

#### ZUVERLÄSSIGKEIT VON SCHÄTZUNGEN UND PROGNOSEN

Der Ersteller der Finanzanalyse hat Schätzungen und Prognosen nach bestem Wissen vorgenommen. Diese Schätzungen und Prognosen spiegeln die persönliche Meinung und Wertung des Erstellers wider. Prämissen für Schätzungen und Prognosen, sowie die Sichtweise des Erstellers auf solche Prämissen, unterliegen fortwährender Veränderung. Die jeweiligen Erwartungen über die zukünftige Wertentwicklung eines 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.**