

# Rödl & Partner

## INDIKATIVE WERTABSCHÄTZUNG

ENAPTER GRUPPE UND  
S&O BETEILIGUNGEN

Berlin

9. September 2020



**Persönlich / vertraulich**  
An den Vorstand der  
S&O Beteiligungen AG  
Ziegelhäuser Landstraße 1

69120 Heidelberg  
Deutschland

Rödl & Partner GmbH  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft  
Steuerberatungsgesellschaft

Straße des 17. Juni 106  
10623 Berlin  
Internet: www.roedl.de

Berlin, 9. September 2020

### **Indikative Wertabschätzung – Enapter Gruppe und S&O Beteiligungen**

Sehr geehrte Damen und Herren,

nach dem uns erteilten Auftrag vom 19. August 2020 erhalten Sie anbei unseren Bericht zur indikativen Wertabschätzung der Enapter Gruppe und der S&O Beteiligungen. Wir übersenden diesen Bericht aufgrund unserer Untersuchungen sowie der uns zur Verfügung gestellten Unterlagen und Auskünfte.

Die Weitergabe dieses Berichts ist nur als Ganzes und unter der Bedingung gestattet, dass der entsprechende Dritte zuvor einen von Rödl & Partner gegengezeichneten Release Letter oder Reliance Letter einreicht. Zusätzlich ist bei Weitergabe des Berichts an Dritte auf die Haftungsbeschränkungen und –vereinbarungen hin. Einer Verwendung des Berichts im Zusammenhang mit der Einberufung der Hauptversammlung der S&O Beteiligungen sowie im Zusammenhang mit der Registeranmeldung der Sachkapitalerhöhung stimmen wir zu.

zuweisen.

Mit freundlichen Grüßen

Jan Henning Storbeck  
Partner  
Wirtschaftsprüfer

Stefan Mattner  
Associate Partner  
Wirtschaftsprüfer

**Jan Henning Storbeck**  
Partner  
Capital Markets & Accounting Advisory  
T: +49 (30) 810 795 78  
Jan.Storbeck@roedl.com

**Stefan Mattner**  
Associate Partner  
Capital Markets & Accounting Advisory  
T: +49 (30) 810 795 94  
Stefan.Mattner@roedl.com

**Christoph Hirt**  
Associate Partner  
Transaction & Valuation Services  
T: +49 (711) 78 19 14 - 477  
Christoph.Hirt@roedl.com

**Tobias Neukirchner**  
Associate Partner  
Transaction & Valuation Services  
T: +49 (89) 92 87 80 395  
Tobias.Neukirchner@roedl.com

# AGENDA

<b>AUFTRAG UND AUFTRAGSDURCHFÜHRUNG</b>	<b>3</b>	<b>APPENDIX</b>	<b>38</b>
<b>1. EXECUTIVE SUMMARY</b>	<b>7</b>	1 Ableitung Betafaktoren	39
<b>2. BESCHREIBUNG DER ENAPTER GRUPPE</b>	<b>10</b>	2 Discounted Cash Flow Valuation	41
2.1 Rechtliche Grundlagen und Bewertungsanlass	11	3 Abkürzungsverzeichnis	42
2.2 Wirtschaftliche Grundlagen	13	4 Allgemeine Auftragsbedingungen	43
<b>3. HISTORISCHE ERTRAGS- UND VERMÖGENSLAGE</b>	<b>15</b>		
3.1 Historische Ertragslage	16		
3.2 Historische Vermögenslage	17		
<b>4. UNTERNEHMENSPLANUNG</b>	<b>18</b>		
4.1 Zukünftige Ertragslage	19		
4.2 Zukünftige Investitionen	22		
<b>5. INDIKATIVE WERTABSCHÄTZUNG</b>	<b>23</b>		
5.1 Allgemeine Bewertungsgrundsätze und Methoden	24		
5.2 Methodische Vorgehensweise	27		
5.3 Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes	28		
5.4 Ertragswertverfahren	32		
<b>6. INDIKATIVE WERTABSCHÄTZUNG DER S&amp;O BETEILIGUNGEN</b>	<b>34</b>		
6.1 Beschreibung der S&O Beteiligungen	35		
6.2 Ertrags- und Vermögenslage	36		
6.3 Analyse Börsenkurs	37		

# AUFTRAG UND AUFTRAGSDURCHFÜHRUNG

---

# AUFTRAG UND AUFTRAGSDURCHFÜHRUNG (1/3)

## Auftrag und Auftragsdurchführung

- Die S&O Beteiligungen AG (nachfolgend „Auftraggeber“ oder „S&O Beteiligungen“) ist ein börsennotiertes Unternehmen, welches als Beteiligungsgesellschaft mit Fokus auf börsennotierte und nicht börsennotierte Beteiligungen mit einem guten Chance-/Risiko Verhältnis fungiert.
- Die S&O Beteiligungen hat unter ihrer ursprünglichen Firma „S&O Agrar AG“ ein Insolvenzverfahren durchlaufen. Mit Beschluss des Amtsgerichts Köln vom 14. Juni 2019 wurde das Insolvenzverfahren über das Vermögen der S&O Agrar AG aufgehoben.
- Das Grundkapital der S&O Beteiligungen beläuft sich derzeit auf 1.237.800 auf den Inhaber lautende Stückaktien zu einem Nennbetrag von EUR 1,00 je Aktie. Die Mehrheitseigner der S&O Beteiligungen sind derzeit die BluGreen Company Limited, Hongkong („BluGreen“) mit 760.913 Aktien (rd. 61,5%) sowie die Deutsche Balaton AG, Heidelberg/Deutschland mit 400.000 Aktien (rd. 32,3%).
- Die BluGreen hält 100% der Anteile an der Enapter GmbH, Berlin/Deutschland sowie 99,98% der Anteile an der Enapter S.r.l. Pisa/Italien (zusammen „Enapter Gruppe“ oder „Enapter“). Die Enapter Gruppe designt und produziert hocheffiziente Wasserstoffgeneratoren auf Grundlage der patentierten Anionenaustausch-Membran-Elektrolyse (AEM electrolysis).
- Die BluGreen beabsichtigt die S&O Beteiligungen zu veranlassen, zu beschließen, dass das Grundkapital der S&O Beteiligungen gegen Sacheinlage der Anteile der Enapter Gruppe um maximal MEUR 20 erhöht wird (die „Sachkapitalerhöhung“). Die neuen auf den Inhaber lautenden Stückaktien sollen zum Ausgabebetrag von je EUR 1,00 pro Aktie, mithin zu einem Gesamtausgabebetrag von bis zu MEUR 20 ausgegeben werden (die „neuen Aktien“).
- Im Zusammenhang mit der geplanten Sachkapitalerhöhung hat der Auftraggeber Rödl & Partner beauftragt eine indikative Wertabschätzung der Enapter Gruppe sowie der S&O Beteiligungen in der Funktion eines Beraters durchzuführen. Der Vorstand der S&O Beteiligungen beabsichtigt auf Basis der Ergebnisse der indikativen Wertabschätzung zu beurteilen, ob der Ausgabebetrag der neuen Aktien im Zusammenhang mit der Sachkapitalerhöhung nicht unangemessen niedrig ist bzw. ob ein angemessenes Austauschverhältnis vorliegt.

## Leistungsumfang

- Rödl & Partner hat bei der indikativen Wertabschätzung die grundsätzlichen Bewertungsmethoden und Vorgehensweisen des Standards „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e. V. (IDW S1) i. d. F. 2008 beachtet.
- Rödl & Partner hat die indikative Wertabschätzung für die Enapter Gruppe auf Basis eines kapitalwertorientierten Bewertungsverfahrens (hier: Ertragswert-Verfahren) und für die S&O Beteiligungen auf Basis des Net Asset Value-Verfahrens durchgeführt.
- Die von Rödl & Partner erbrachten Leistungen umfassten dabei im Wesentlichen:
  - Analyse der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der Enapter Gruppe und der S&O Beteiligungen in der Vergangenheit und Zukunft;
  - Kursorische Plausibilisierung der Unternehmensplanung der Enapter Gruppe;
  - Ableitung der zu diskontierenden Cashflows sowie Bestimmung der nachhaltigen Ertragskraft im Zeitraum der ewigen Rente für die Enapter Gruppe;
  - Ableitung eines risikoadäquaten Diskontierungszinssatzes auf Basis von Kapitalmarktinformationen für die Enapter Gruppe;
  - Ableitung des indikativen Net Asset Values der S&O Beteiligungen auf Basis der Bilanz zum 30. Juni 2020 sowie etwaigen künftigen Erträgen/Aufwendungen;
  - Ableitung einer Wertuntergrenze des indikativen Unternehmenswertes der Enapter Gruppe auf Basis von Szenario- und Sensitivitätsanalysen;
  - Zusammenfassung der Ergebnisse der indikativen Wertabschätzung im Rahmen eines Kurzberichts in deutscher Sprache.

# AUFTRAG UND AUFTRAGSDURCHFÜHRUNG (2/3)

## Leistungsumfang (Fortsetzung)

- Auftragsgemäß hat Rödl & Partner auf der Basis der zur Verfügung gestellten Planungsunterlagen und weiteren Dokumenten technisch eine indikative Wertuntergrenze ermittelt, die sich unter Anwendung der durch den IDW S1 vorgegebenen Methoden für die Anteile der S&O Beteiligungen und der Enapter Gruppe rechnerisch ergibt. In Abstimmung mit dem Auftraggeber hat Rödl & Partner die Unternehmensplanungen und die zugrunde liegenden Prämissen nicht über eine kursorische Plausibilitätsüberlegung hinausgehend geprüft sondern als gegeben angenommen. Insbesondere wurde keine Plausibilisierung der materiellen, externen Plausibilität gem. IDW PH 2/2017 durchgeführt.
- Die von Rödl & Partner durchgeführte indikative Wertabschätzung entspricht somit nicht einer Unternehmensbewertung nach IDW S1, einer Fairness Opinion nach IDW S8, einer Werthaltigkeitsbescheinigung oder einer Sachkapitalerhöhungsprüfung. Auftragsgemäß hat Rödl & Partner keine eigenständige Markt- und Wettbewerbsanalysen, keine Multiple Analyse zur Plausibilisierung der Bewertungsergebnisse sowie keine Ermittlung eines Liquidationswerts durchgeführt.
- Als Bewertungsstichtag haben wir auftragsgemäß den Tag der voraussichtlichen Hauptversammlung der S&O Beteiligungen am 8. Oktober 2020 unterstellt.
- Den Auftrag haben wir im August und September 2020 in unseren Büroräumen in Berlin, München und Stuttgart durchgeführt.

## Informationsbasis

- Wesentliche Grundlage unserer Untersuchungen sind folgende vom Auftraggeber zur Verfügung gestellten Unterlagen:
  - Ungeprüfte Jahresabschlüsse der Enapter S.r.l. für die Geschäftsjahre (nachfolgend „GJ“) 2017 – 2019;
  - Ungeprüfte Jahresabschlüsse der Enapter GmbH für die GJ 2018 – GJ2019;
  - Integrierte Finanzplanung der Enapter Gruppe für die GJ2020 – 2026 sowie Kommentierung eben dieser;
  - Fortschreibung der wesentlichen Kennziffern der Enapter Gruppe für den Zeitraum 2026 – 2030;

## Informationsbasis (Fortsetzung)

- Planungsunterlagen bzgl. des Aufbaus des Produktionsstandortes in Deutschland;
- (Halb-) Jahresabschlüsse der S&O Beteiligungen AG;
- Aufsichtsrats-protokolle der S&O Beteiligungen AG;
- Aufstellung der Anteilseigner der S&O Beteiligungen AG;
- Zugriff auf die aktuelle Geschäftsentwicklung der Enapter Gruppe (PowerBI);
- Darüber hinaus wurden uns im Rahmen unserer Tätigkeit vom Management der S&O Beteiligungen sowie der Enapter Gruppe schriftliche und mündliche Auskünfte erteilt.
- Wir weisen darauf hin, dass die Erstellung der im Rahmen der indikativen Wertabschätzung verwendeten Planungsrechnungen sowie ihrer zugrundeliegenden Fakten, Annahmen und Prämissen ausschließlich im Verantwortungsbereich der S&O Beteiligungen und der Enapter Gruppe liegen. Der Vorstand der S&O Beteiligungen sowie die Geschäftsführung der Enapter Gruppe haben uns gegenüber in Vollständigkeitserklärungen bestätigt, dass uns alle für unsere Tätigkeit erforderlichen Informationen und Unterlagen vollständig und richtig zur Verfügung gestellt wurden.
- Alle in diesem Bericht dargestellten Berechnungen wurden mit Nachkommastellen durchgeführt. Sofern Zahlen in Tabellen zur besseren Übersichtlichkeit ohne Nachkommastellen ausgewiesen sind, kann die Addition bzw. Subtraktion der Tabellenwerte zu Abweichungen bei den ausgewiesenen Zwischen- oder Gesamtsummen führen.

## Limitierungen, Haftung & Weitergabe

- Wir weisen darauf hin, dass sich diese indikative Wertabschätzung und die dafür durchgeführten Untersuchungen in ihrem Umfang und ihren Zielen wesentlich von einer vollumfänglichen Unternehmensbewertung nach IDW S1, einer Fairness Opinion nach IDW S8, einer Sachkapitalerhöhungsprüfung, einer Werthaltigkeitsbescheinigung, einer Jahresabschlussprüfung, einer Due Diligence, oder ähnlichen Tätigkeiten unterscheidet. Demzufolge stellt dieser Bericht kein Testat und auch keine andere Form der Bescheinigung oder Zusicherung hinsichtlich der Jahresabschlüsse oder der Unternehmensplanung dar. Wir übernehmen daher keine Verantwortung für das Eintreten der Planung bzw. der zugrundeliegenden Annahmen und Prämissen. Die der Bewertung zu Grunde liegenden Informationen und Unterlagen haben wir auftragsgemäß weder geprüft noch prüferisch durchgesehen. Daher kann es bei tiefer gehenden Analysen zu abweichenden Ergebnissen oder Erkenntnissen kommen.
- Wir weisen darauf hin, dass es aufgrund der weltweiten Ausbreitung des Coronavirus und der dadurch ausgelösten Lungenkrankheit Covid-19 aktuell zu wirtschaftlichen Einschränkungen und erheblichen Risiken für Unternehmen kommt. Die weitere Entwicklung im Detail abzusehen sowie eine Quantifizierung der daraus resultierenden wirtschaftlichen Risiken für die S&O Beteiligungen und die Enapter Gruppe im Allgemeinen sowie für die S&O Beteiligungen und die Enapter Gruppe im Speziellen ist auf Basis unseres derzeitigen Wissensstands (Stand 9. September 2020) nicht möglich. Es ist nicht auszuschließen, dass die Auswirkungen dieses Sachverhalts zukünftig zu wesentlich abweichenden Bewertungsergebnissen führen.
- Wir weisen darauf hin, dass es nicht Gegenstand unser Analysen war, die strategischen, rechtlichen oder steuerlichen Aspekte der Sachkapitalerhöhung zu prüfen. Die indikative Wertabschätzung ist zudem auch keine Aussage darüber, ob eine vorteilhaftere Strukturierung der Sachkapitalerhöhung zu erzielen wäre.
- Dieser Bericht dient ausschließlich der Information des Vorstands der S&O Beteiligungen im Zusammenhang mit der oben genannten Sachkapitalerhöhung. Sie ersetzt keine eigenständige Würdigung der Sachkapitalerhöhung durch die Organe der S&O Beteiligungen und stellt auch keine Empfehlung zur Durchführung der Sachkapitalerhöhung für die Organe der S&O Beteiligungen dar. Darüber hinaus umfasst sie keine Beurteilung, ob die Sachkapitalerhöhung etwaigen rechtlichen Anforderungen entspricht. Darüber hinaus ist dieser Bericht nicht zur Veröffentlichung, zur Vervielfältigung oder zur Verwendung für einen anderen als die genannten Zwecke bestimmt. Vorbehaltlich unserer vorherigen ausdrücklichen und schriftlichen Zustimmung darf dieser Bericht außerhalb der vorstehenden Zwecke nur dann an Dritte weitergegeben werden, wenn der jeweilige Dritte sich zuvor mit den Allgemeinen Auftragsbestimmungen ergänzt um eine individuelle Haftungsvereinbarung sowie seinerseits einer verbindlichen Vertraulichkeitsvereinbarung uns gegenüber schriftlich einverstanden erklärt hat. Die Weitergabe darf ausschließlich in vollem Wortlaut sowie einschließlich einer schriftlichen Erklärung über den Zweck unseres zugrunde liegenden Auftrags und den mit dem Auftrag verbundenen Weitergabebeschränkungen und Haftungsbedingungen erfolgen.
- Einer Verwendung des Berichts im Zusammenhang mit der Einberufung der Hauptversammlung der S&O Beteiligungen sowie im Zusammenhang mit der Registeranmeldung der Sachkapitalerhöhung stimmen wir zu.
- Unserem Auftrag liegen die als Anlage beigefügten Allgemeinen Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften in der Fassung vom 1. Januar 2017 zugrunde.

# 1. EXECUTIVE SUMMARY

---

# 1. EXECUTIVE SUMMARY (1/2)

Das Grundkapital der S&O Beteiligungen soll gegen Sacheinlage der Anteile an der Enapter GmbH und Enapter S.r.l. („Enapter Gruppe“) um bis zu MEUR 20,0 erhöht werden. Auftragsgemäß haben wir eine indikative Wertabschätzung der Sacheinlage durchgeführt und eine indikative Wertuntergrenze für die Enapter Gruppe von MEUR 30,9 bzw. EUR 1,55 je Aktie ermittelt.

## Auftrag und Auftragsdurchführung

- Die S&O Beteiligungen AG (nachfolgend „Auftraggeber“ oder „S&O Beteiligungen“) ist ein börsennotiertes Unternehmen, welches als Beteiligungsgesellschaft mit Fokus auf börsennotierte und nicht börsennotierte Beteiligungen mit einem guten Chance-/Risiko Verhältnis fungiert.
- Die BluGreen als Mehrheitsaktionär (rd. 61,5% Anteilsbesitz) beabsichtigt die S&O Beteiligungen zu veranlassen, zu beschließen, dass das Grundkapital der S&O Beteiligungen gegen Sacheinlage der Anteile der Enapter Gruppe um maximal MEUR 20 erhöht wird (die „Sachkapitalerhöhung“). Die neuen auf den Inhaber lautenden Stückaktien sollen zum Ausgabebetrag von je EUR 1,00 pro Aktie, mithin zu einem Gesamtausgabebetrag von bis zu MEUR 20 ausgegeben werden (die „neuen Aktien“).
- Im Zusammenhang mit dieser geplanten Sachkapitalerhöhung hat der Auftraggeber Rödl & Partner beauftragt eine indikative Wertabschätzung der Enapter Gruppe (d.h. Enapter GmbH sowie Enapter S.r.l.) sowie der S&O Beteiligungen in der Funktion eines Beraters durchzuführen. Der Vorstand der S&O Beteiligungen beabsichtigt auf Basis der Ergebnisse der indikativen Wertabschätzung zu beurteilen, ob bei der Ausgabe der neuen Aktien im Zusammenhang mit der Sachkapitalerhöhung ein angemessenes Austauschverhältnis vorliegt.
- Auftragsgemäß hat Rödl & Partner auf der Basis der zur Verfügung gestellten Planungsunterlagen und weiteren Dokumenten technisch eine indikative Wertuntergrenze ermittelt, die sich unter Anwendung der durch den IDW S1 vorgegebenen Methoden für die Anteile der S&O Beteiligungen und der Enapter Gruppe rechnerisch ergibt. Insbesondere eine Plausibilisierung der materiellen, externen Plausibilität gem. IDW PH 2/2017 haben wir nicht durchgeführt.

## Indikative Wertabschätzung Enapter Gruppe

- Die Enapter Gruppe wurde auf Basis des im August 2020 zur Verfügung gestellten Business Plans indikativ bewertet. Der Business Plan hängt dabei wesentlich u.a. von der Erreichung der folgenden **Planungs-Prämissen des Managements** ab, die wir auftragsgemäß keiner externen Plausibilisierung unterzogen haben:
  - Eigenkapitalerhöhungen in 2020 (MEUR 7,0) und 2021 (MEUR 60,0). Es wurde dabei unterstellt, dass es sich um Barkapitalerhöhungen handeln wird;
  - Errichtung des Produktionsstandorts in Deutschland bis Q3 2023 mit einem Investitionsbudget von ca. MEUR 99,7 abzgl. MEUR 34,9 angenommener staatlicher Fördermittel (benötigte Investitionssumme aus Eigenmitteln MEUR 64,8);
  - Anstieg der Produktions- und Absatzmenge auf knapp 60 Tsd. Stück bis 2026 und Generierung von Umsatzerlösen von rd. MEUR 150 bis 2026;
  - Erzielung von Skaleneffekten durch Standardisierung und Automatisierung des Produktionsprozesses um bis zum GJ26 ein wettbewerbsfähiges Preisniveau für Elektrolyseure sowie eine EBITDA-Marge von rd. 17% zu erreichen;
  - Stetige Fortentwicklung des Produktportfolios sowohl zur Aufrechterhaltung des Wettbewerbsvorteils gegenüber potentiellen Konkurrenten als auch zur Erzielung der geplanten Rohmargen (bspw. eigene Membranentwicklung bis GJ26).
- Die indikative Wertuntergrenze erfolgte mit folgenden **Bewertungsannahmen**:
  - Kein mengeninduziertes Wachstum über das GJ26 hinaus und damit technische Fortschreibung der Auslastung des Produktionsstandortes von ca. 57%;
  - Nachhaltiges Umsatzwachstum von lediglich 1,5% p.a. ab GJ26, ohne Berücksichtigung des Wachstumspotenzials des Markts für grünen Wasserstoff;
  - Berücksichtigung eines empirisch beobachtbaren Ausfallrisikos der zukünftigen Zahlungsströme von rd. 37% bei Venture-Capital Unternehmen;
- Unter Berücksichtigung dieser Annahmen haben wir eine **indikative Wertuntergrenze** für die Enapter Gruppe von **MEUR 30,9** ermittelt. Dies entspricht einem **Wert je Aktie von EUR 1,55**.

# 1. EXECUTIVE SUMMARY (2/2)

Zur Ermittlung des indikativen Austauschverhältnisses wurde der durchschnittliche Börsenkurs der S&O Beteiligungen i.H.v. EUR 1,46 herangezogen. Die mit Hilfe des Ertragswertverfahrens ermittelte indikative Wertuntergrenze der Enapter Gruppe liegt mit mindestens EUR 1,55 je Aktie über dem Wert einer bestehenden Aktie der S&O Beteiligungen (EUR 1,46 je Aktie).

## Indikative Wertabschätzung der S&O Beteiligungen

- Die S&O Beteiligungen (ISIN DE000A255G02 / WKN A255G0) ist ein börsennotiertes Unternehmen, welches als Beteiligungsgesellschaft mit Fokus auf börsennotierte und nicht börsennotierte Beteiligungen mit einem guten Chance-/Risiko Verhältnis fungiert.
- Als reine Beteiligungsgesellschaft ohne operative Tätigkeit, haben wir für die Bewertung der S&O Beteiligungen zunächst analysiert, inwiefern der Börsenkurs der Gesellschaft den Verkehrswert der Gesellschaft widerspiegelt.
- Aufgrund der niedrigen Handelsvolumina und deutlichen Unterschiede zwischen Brief- und Geldkurs ist der Aktienkurs unseres Erachtens als nicht liquide einzustufen und daher für die Bemessung des Verkehrswertes nicht geeignet.
- Vor diesem Hintergrund haben wir die indikative Bewertung der S&O Beteiligungen mit Hilfe des Net Asset Value Ansatzes durchgeführt, bei dem alle bilanzierten sowie nicht bilanzierten Vermögenswerte der S&O Beteiligungen mit ihren jeweiligen Verkehrswerten in Ansatz gebracht werden und etwaige Schulden abgezogen werden.
- Da die S&O Beteiligung keine operativen Tätigkeiten durchführt, haben wir als Schätzer für den Net Asset Value zunächst das bilanzielle Eigenkapital gemäß Halbjahresabschluss zum 30. Juni 2020 in Höhe von TEUR 745 bzw. EUR 0,60 je Aktie in Ansatz gebracht. Grundsätzlich wären von diesem Wertansatz der Barwert künftiger wiederkehrender Aufwendungen (bspw. Prüfungskosten, Gehälter, etc.) in Abzug zu bringen. Somit stellt der Ansatz auf Basis des bilanziellen Eigenkapitals aus unserer Sicht eine Obergrenze für den Net Asset Value dar.
- Obwohl der Börsenkurs nach unserer Einschätzung nicht für eine Ermittlung des Verkehrswertes geeignet ist und die Obergrenze des Net Asset Value unterhalb des Börsenkurses liegt, haben wir im Folgenden (als konservativen Bewertungsansatz im Sinne des Minderheitenschutzes) das indikative Austauschverhältnis auf Basis des durchschnittlichen Börsenkurs der letzten 3 Monate vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme in Höhe von EUR 1,46 herangezogen.

## Indikatives Austauschverhältnis

- Bezogen auf den Bewertungsstichtag am 8. Oktober 2020 ergibt sich für die S&O Beteiligungen ein indikativer Unternehmenswert in Höhe von MEUR 1,8. Die Bewertung der S&O Beteiligungen basiert auf dem mengengewichteten 3-Monats Durchschnittskurs der Aktie in Höhe von EUR 1,46.
- Zum 8. Oktober 2020 ergibt sich auf Basis des Ertragswertverfahrens für die Enapter Gruppe eine indikative Wertuntergrenze von MEUR 30,9 ermittelt. Dies entspricht einem indikativen Wert je Aktie von mindestens EUR 1,55.
- Daraus ergibt sich, dass auf die neu auszugebenden 20 Mio. Aktien der S&O Beteiligung mindestens ein indikativer Wert von EUR 1,55 je Aktie geleistet wird. Dieser liegt über dem indikativen Wert einer bestehenden Aktie der S&O Beteiligungen von EUR 1,46.

## Limitierungen

- Wir weisen darauf hin, dass sich diese indikative Wertabschätzung und die dafür durchgeführten Untersuchungen in ihrem Umfang und ihren Zielen wesentlich von einer vollumfänglichen Unternehmensbewertung nach IDW S1, einer Fairness Opinion nach IDW S8, einer Sachkapitalerhöhungsprüfung, einer Werthaltigkeitsbescheinigung, einer Jahresabschlussprüfung, einer Due Diligence, oder ähnlichen Tätigkeiten unterscheidet.
- Dieser Bericht dient ausschließlich der Information des Vorstands der S&O Beteiligungen im Zusammenhang mit der Sachkapitalerhöhung. Sie ersetzt keine eigenständige Würdigung der Sachkapitalerhöhung durch die Organe der S&O Beteiligungen und stellt auch keine Empfehlung zur Durchführung der Sachkapitalerhöhung für die Organe der S&O Beteiligungen dar. Darüber hinaus umfasst sie keine Beurteilung, ob die Sachkapitalerhöhung etwaigen rechtlichen Anforderungen entspricht.

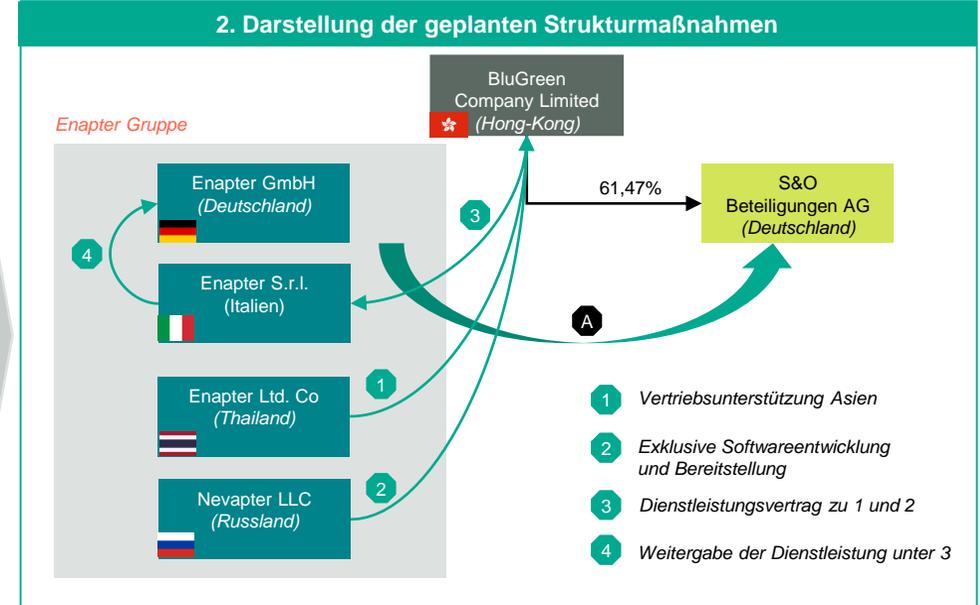
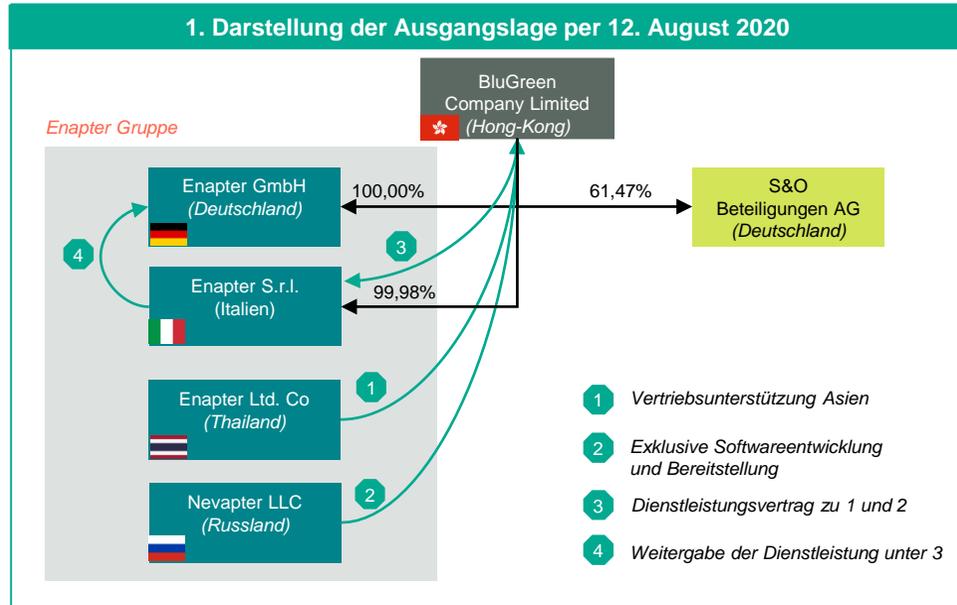
## 2. BESCHREIBUNG DER ENAPTER GRUPPE

---

- 2.1 Rechtliche Grundlagen und Bewertungsanlass
- 2.2 Wirtschaftliche Grundlagen

## 2.1 RECHTLICHE GRUNDLAGEN UND BEWERTUNGSANLASS (1/2)

Die BluGreen Company Limited ist sowohl Mehrheitsaktionärin der Enapter Gruppe als auch der S&O Beteiligungen. Derzeit erwägt die BluGreen im Rahmen einer Sachkapitalerhöhung ihre Anteile an der Enapter Gruppe gegen Ausgabe von neuen Aktien in die S&O Beteiligungen einzubringen. Vor diesem Hintergrund ist die Angemessenheit des Austauschverhältnisses zu beurteilen.



### Gesellschaftsrechtliche Ausgangslage

In der obenstehenden Grafik stellt die rechtliche Ausgangslage per 12. August 2020 dar:

- Die BluGreen Company Ltd. mit Sitz in Hong-Kong („BluGreen“) fungiert als Beteiligungsgesellschaft. In dieser Eigenschaft ist Sie sowohl Mehrheitsaktionärin der Enapter Gruppe als auch der S&O Beteiligungen AG.
- Die Enapter Gruppe besteht aus der Enapter GmbH, Deutschland, sowie der Enapter S.r.l., Italien. Die Vertriebsaktivitäten der Gesellschaften werden in Asien durch die Enapter Ltd. Co, Thailand, ergänzt. Softwareentwicklung und Bereitstellung für die Produkte der beiden Gesellschaften erfolgt durch die Nevapter LLC, Russland.
- Die S&O Beteiligungen ist eine Beteiligungsgesellschaft mit bestehendem Aktiendepot. Die Gesellschaft ist nicht operativ tätig.

### Geplante Strukturmaßnahmen

In der obenstehenden Grafik sind die geplanten Strukturmaßnahmen dargestellt:

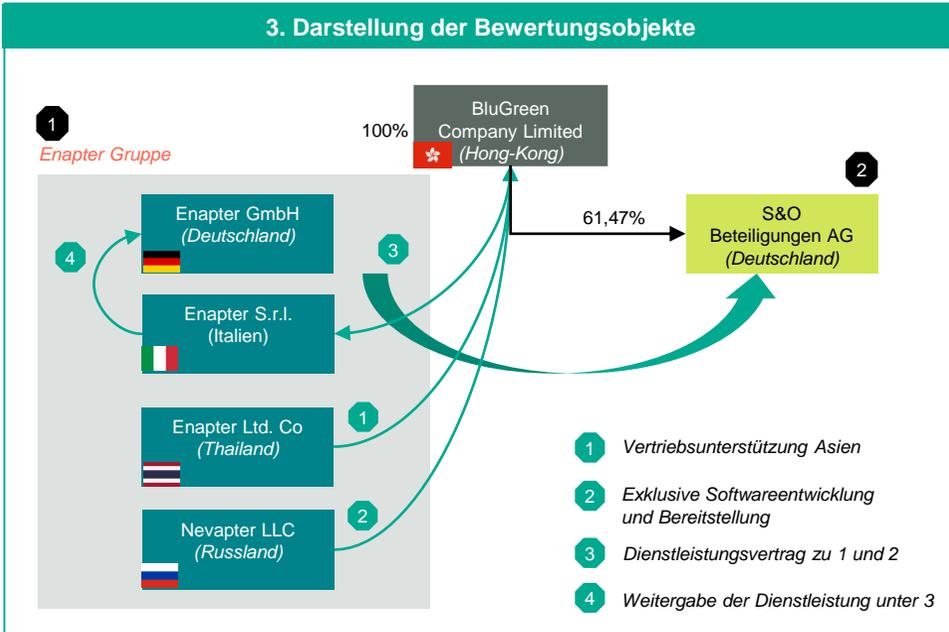
#### A Sachkapitalerhöhung S&O Beteiligungen AG:

- Die BluGreen beabsichtigt die S&O Beteiligungen AG zu veranlassen, das Grundkapital der S&O Beteiligungen gegen Sacheinlage der Anteile der Enapter GmbH und Enapter S.r.l. um max. MEUR 20 zu erhöhen (die „Sachkapitalerhöhung“).
- Die neuen auf den Inhaber lautenden Stückaktien sollen zum Betrag von je EUR 1,00 pro Aktie (d.h. Gesamtausgabebetrag von max. MEUR 20) ausgegeben werden.
- Der Vorstand der S&O Beteiligungen hat zu beurteilen, ob der Ausgabebetrag der neuen Aktien im Zusammenhang mit der Sachkapitalerhöhung nicht unangemessen niedrig ist bzw. ob ein angemessenes Austauschverhältnis vorliegt.

# 2.1 RECHTLICHE GRUNDLAGEN UND BEWERTUNGSANLASS (2/2)

Für die Beurteilung der Angemessenheit des Austauschverhältnisses sind sowohl die Enapter Gruppe als auch die S&O Beteiligungen indikativ zu bewerten. Die Enapter Gruppe wurde dabei pro-forma konsolidiert, so dass Leistungsverflechtungen mit assoziierten Unternehmen auf Basis der tatsächlichen Kosten berücksichtigt wurden. Dies entspricht einem konservativem Bewertungsansatz.

## 3. Darstellung der Bewertungsobjekte



## Bewertungsobjekte

In der nebenstehenden Grafik sind die beiden Bewertungsobjekte dargestellt:

### 1 Enapter Gruppe

- Per Legaldefinition ist Gegenstand der Sacheinlage die Einbringung der Enapter GmbH und Enapter S.r.l. Somit ist grundsätzlich eine indikative Wertabschätzung für beide Gesellschaften ohne Konsolidierung vorzunehmen.
- Die uns vorgelegte Planung des Managements wurde aus Perspektive der Enapter Gruppe erstellt, d.h. unter Einbezug der Leistungsverflechtungen (i) zwischen der Enapter GmbH und der Enapter S.r.l. als auch (ii) mit den assoziierten Unternehmen Enapter Ltd. Co und Nevapter LLC.
- Zwischen der Enapter GmbH und der Enapter S.r.l. und den assoziierten Unternehmen gibt es folgende wirtschaftliche Leistungsbeziehungen:
  - Enapter Ltd. Co.: Erbringung von Vertriebsleistungen in Asien;
  - Nevapter LLC: Entwicklung und Bereitstellung der EMS Software.
- Insbesondere die Entwicklung und Bereitstellung der EMS Software ist bis 2024 mit einem hohen Kostenaufwand verbunden, der durch eine Lizenzgebühr nicht abgedeckt wäre. Zur Beurteilung der Angemessenheit des Austauschverhältnisses haben wir daher explizit keine Lizenzgebühr zwischen der Nevapter LLC und der Enapter GmbH / S.r.l. unterstellt, da diese nicht kostendeckend für die Nevapter LLC wäre und die Enapter GmbH / S.r.l. c.p. bevorteilt.
- Anstelle dessen haben wir unterstellt, dass für die Leistungen der assoziierten Unternehmen ein Kostenausgleich stattfindet. Vor diesem Hintergrund ist die Enapter Gruppe – pro-forma konsolidiert – als Bewertungsobjekt zu sehen.

### 2 S&O Beteiligungen

- Zur Beurteilung der Angemessenheit des Austauschverhältnisses wurde weiterhin die S&O Beteiligungen als Bewertungsobjekt definiert. Aufgrund Ihrer Tätigkeit als reine Beteiligungsgesellschaft wurde der indikative Wert der Gesellschaft anhand des Börsenkurses abgeleitet und durch das Net Asset Value-Verfahren validiert.

## 2.2 WIRTSCHAFTLICHE GRUNDLAGEN (1/2)

Die Enapter Gruppe entwickelt und fertigt patentierte Elektrolyseure auf Basis der Anionen-Austausch-Membran-Technologie (AEM). Die Elektrolyseure sind kostengünstig, modular und skalierbar. So können die standardisierten Module in handelsüblichen Industrieschränken oder anderen standardisierten Gehäusen angeordnet werden.

### Darstellung der Produkte der Enapter Gruppe

#### AEM Elektrolyseur EL 2.1



- Im Februar 2020 hat das Unternehmen den EL 2.1 auf den Markt gebracht.
- Der EL 2.1 basiert auf der firmeneigenen und patentgeschützten Anionen-Austausch-Membran-Elektrolyse mit Trockenkathode.
- Der EL 2.1 ermöglicht Systemintegratoren den Einbau des modularen Elektrolyseurs in Anwendungen aller Art, wie Energiespeicherung, Power-to-X, Tankspeicher oder industrielle Anwendungen. Aufgrund des geringeren Stromverbrauchs in Betrieb und Stand-by verbessern sich die Energie- und Kosteneffizienz der Gesamtlösungen der Kunden.

#### Software-Defined Energy Management Systems

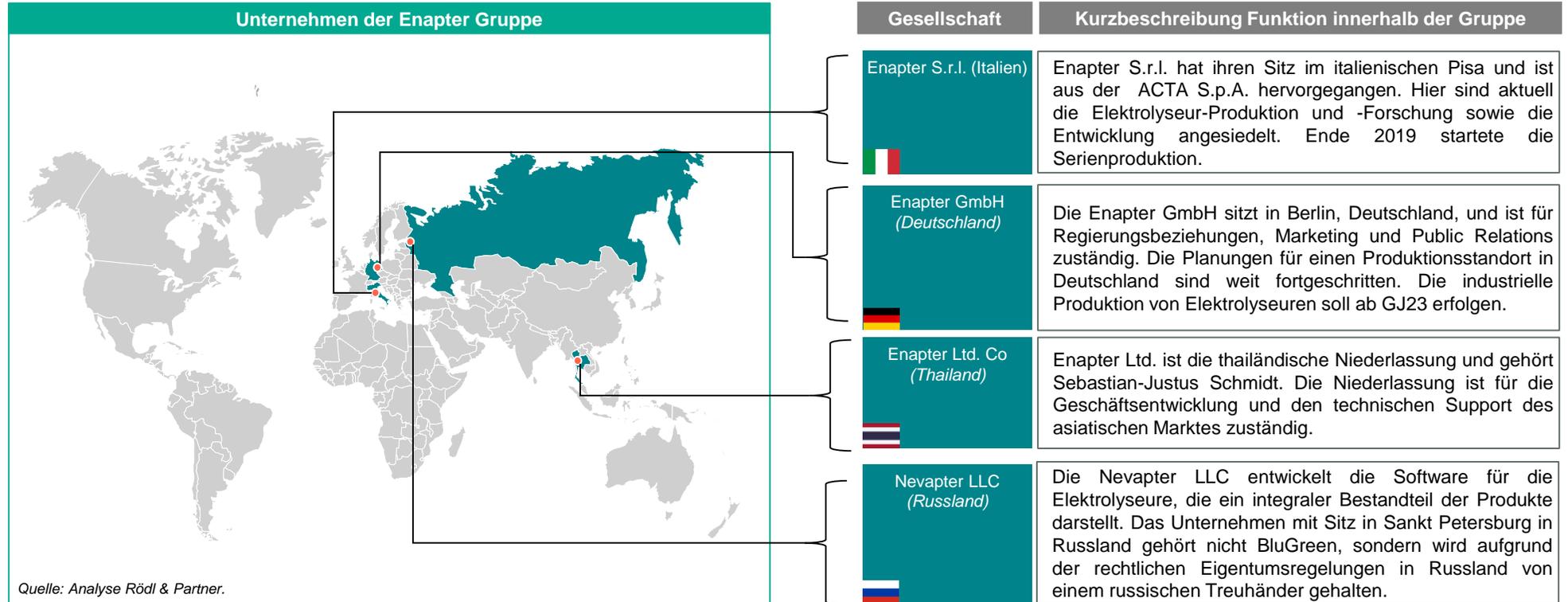


- Das Energiemanagementsystem visualisiert die Energieflüsse und Parameter des Energiesystems sowie konfiguriert, steuert und überwacht die angeschlossenen Geräte.
- Mit dem Energiemanagementsystem (EMS) der Elektrolyseure können alle Geräte des Gesamtsystems per mobiler App von überall auf der Welt, rund um die Uhr, verwaltet und gesteuert werden.
- EMS ist Cloud-basiert und ermöglicht die Anwendung von künstlicher Intelligenz. Die Software gibt dem Nutzer einfachen Zugriff über mobile Applikationen (iOS oder Android) oder über Desktop Web-Interfaces.
- Die EMS Software wird aktuell durch die Nevapter LLC stetig fortentwickelt und exklusiv innerhalb der Enapter Gruppe zur Verfügung gestellt.

- Enapter wurde 2017 gegründet und übernahm im selben Jahr die Kerntechnologie, Patente und wichtige Mitarbeiter der italienischen ACTA S.p.A..
- Enapter entwickelt und fertigt patentierte Elektrolyseure auf Basis der Anionen-Austausch-Membran-Technologie (AEM). Elektrolyseure von Enapter produzieren direkt komprimierten Wasserstoff bei einem Druck von 35 bar mit extrem hoher Reinheit. Die Elektrolyseure sind kostengünstig, modular und skalierbar. So können die standardisierten Module in handelsüblichen Industrieschränken oder anderen standardisierten Gehäusen angeordnet werden.
- Anfang 2020 hatte Enapter 83 Mitarbeiter. Bisher sind weltweit mehr als 300 Enapter-Elektrolyseure im Einsatz. Für ihre Technologie ist Enapter mehrmals mit renommierten Preisen ausgezeichnet worden.
- Enapter hat über 100 Kunden in 34 Ländern, die aus sehr unterschiedlichen Branchen kommen. Dazu gehören Betreiber/Hersteller von Speicherlösungen, Laboratorien und Research-Einrichtungen, Industrie, Immobiliengewerbe sowie Microgrid-Betreiber.
- Die bisherigen Hauptanwendungsbereiche sind:
  - Stromspeicherung (Wohnhäuser und Industriegebäude)
  - Wissenschaftliche Nutzung
  - Power-to-Gas (Herstellung von Synthesegas oder Methan)
  - Mobilität
  - Industrielle Nutzung

## 2.2 WIRTSCHAFTLICHE GRUNDLAGEN (2/2)

Aktuell befinden sich Forschung und Produktion der Enapter Gruppe in Pisa, Italien. Die Planungen für den Enapter Campus, einen automatisierten Produktionsstandort in Deutschland sind weit fortgeschritten. Die industrielle Produktion von Elektrolyseuren soll ab GJ23 in Deutschland erfolgen.



Quelle: Analyse Rödl & Partner.

## 3. HISTORISCHE ERTRAGS- UND VERMÖGENSLAGE

---

- 3.1 Historische Ertragslage
- 3.2 Historische Vermögenslage

## 3.1 HISTORISCHE ERTRAGSLAGE

In Folge des Beginns der Geschäftstätigkeit der Enapter Gruppe kam es im Betrachtungszeitraum zu einem dynamischen Wachstum der pro-forma konsolidierten Umsatzerlöse. Die Rohmarge ist insbesondere im GJ19 durch Sondereffekte (bspw. aktivierte Eigenleistungen) verzerrt und nicht aussagekräftig. Zur Erreichung eines positiven EBITDA ist weiteres Mengenwachstum notwendig.

### Enapter Gruppe - Entwicklung Ertragslage

in TEUR	2017	2018	2019
	Cons.	Cons.	Cons.
Umsatzerlöse	363	710	1.410
Bestandsveränderungen	79	5	107
Aktivierte Eigenleistungen	-	-	1.310
Sonstige betriebliche Erträge	574	253	491
<b>Gesamtleistung</b>	<b>1.016</b>	<b>968</b>	<b>3.318</b>
Materialaufwand	-340	-871	-2.514
<b>Rohertrag</b>	<b>676</b>	<b>97</b>	<b>804</b>
Personalaufwand	-711	-895	-1.815
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-30	-203	-314
<b>EBITDA</b>	<b>-65</b>	<b>-1.001</b>	<b>-1.325</b>
Abschreibungen	-59	-109	-200
<b>EBIT</b>	<b>-123</b>	<b>-1.110</b>	<b>-1.525</b>

### Wesentliche Kennzahlen (in % der Umsatzerlöse)

Rohertrag	186,3%	13,6%	57,0%
Materialaufwand	93,7%	122,7%	178,3%
Personalaufwand	196,0%	126,1%	128,7%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	8,2%	28,6%	22,2%
EBITDA	n.a.	n.a.	n.a.

Quelle: Managementinformation; Analyse Rödl & Partner

Nachfolgende Analysen basieren auf den ungeprüften Jahresabschlüssen der Enapter S.r.l. sowie der Enapter GmbH für die Geschäftsjahre 2017 bis 2019. Die nebenstehende Tabelle stellt eine ungeprüfte pro-forma konsolidierte Ertragslage der Enapter Gruppe für die GJ17 bis GJ19 dar. Im Folgenden werden die wesentlichen Positionen der Gewinn- und Verlustrechnung kurz erläutert:

- Die **Umsatzerlöse** der Enapter Gruppe sind durch den Beginn der Serienproduktion am Produktionsstandort in Pisa bis zum GJ19 auf TEUR 1.410 angestiegen.
- Bei den **aktivierten Eigenleistungen** im Jahr 2019 handelt es sich im Wesentlichen um aktivierte Entwicklungsleistungen.
- Die **sonstigen betrieblichen Erträge** umfassen im Wesentlichen Zuschüsse und geförderte Projekte.
- Die **Herstellungsaufwendungen** umfassen im Wesentlichen Aufwendungen für Roh-, Hilfs-, und Betriebsstoffe (RHB), bezogene Leistungen sowie Vertriebs- und Verwaltungsaufwendungen.
- Der Anstieg des **Personalaufwands** korreliert mit der Erhöhung des Personalbestands von 34 FTE (Dez-18) auf 79 FTE (Dez-19).
- In Folge der gestiegenen Gesamtleistung kam es zu einer Erhöhung der **sonstigen betrieblichen Aufwendungen**. Diese umfassen im Wesentlichen die Aufwendungen für Werbekosten, Reisekosten, Fremdleistungen und Fremdarbeiten sowie übrige betriebliche Aufwendungen.
- In Folge getätigter Investitionen (und aktivierter Eigenleistungen) kam es zu einem Anstieg der **Abschreibungen** im Betrachtungszeitraum.

## 3.2 HISTORISCHE VERMÖGENSLAGE

Entwicklungskosten für wesentliche Technologien der Enapter Gruppe wurden insbesondere im GJ19 aktiviert. Für die Ausweitung der Geschäftstätigkeiten kam es zu einem Aufbau des Trade Working Capitals. Die Gewinnrücklagen der Gesellschaft beinhalten insbesondere Zahlungen des Gesellschafters BluGreen für die Finanzierung zukünftigen Wachstums.

### Enapter Gruppe - Historische Entwicklung der Vermögenslage

in TEUR	Dez 17 Cons.	Dez 18 Cons.	Dez 19 Cons.
<b>AKTIVA</b>			
<b>Anlagevermögen</b>	<b>995</b>	<b>1.268</b>	<b>3.731</b>
Immaterielle Vermögensgegenstände	245	300	2.492
Sachanlagen	730	963	1.218
Finanzanlagen	20	5	22
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>710</b>	<b>1.725</b>	<b>2.627</b>
Vorräte	242	396	862
Forderungen aus L.u.L.	325	555	1.269
Sonstige Forderungen und Vermögensgegenstände	0	21	49
Kassenbestand, Guthaben bei Kreditinstituten	143	752	446
<b>Aktiver Rechnungsabgrenzungsposten</b>	<b>2</b>	<b>7</b>	<b>32</b>
<b>Summe AKTIVA</b>	<b>1.708</b>	<b>3.000</b>	<b>6.390</b>
<b>PASSIVA</b>			
<b>Eigenkapital</b>	<b>782</b>	<b>536</b>	<b>3.073</b>
Gezeichnetes Kapital	10	35	125
Kapitalrücklage	0	20	270
Gewinn-/Verlustvortrag	0	0	-26
Andere Rücklagen	896	1.591	4.231
Jahresüberschuss / Jahresfehlbetrag	-124	-1.110	-1.527
<b>Rückstellungen</b>	<b>85</b>	<b>115</b>	<b>173</b>
Pensionsrückstellungen	85	112	158
Sonstige Rückstellungen	0	2	15
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>813</b>	<b>2.289</b>	<b>2.410</b>
Verbindlichkeiten gegenüber Gesellschaftern	136	1.483	785
Erhaltene Anzahlungen	0	179	300
Verbindlichkeiten aus L.u.L.	280	434	874
Sonstige Verbindlichkeiten	397	192	450
<b>Passiver Rechnungsabgrenzungsposten</b>	<b>27</b>	<b>60</b>	<b>734</b>
<b>Summe PASSIVA</b>	<b>1.708</b>	<b>3.000</b>	<b>6.390</b>

Quelle: Managementinformation; Analyse Rödl & Partner

In der nebenstehenden Tabelle ist die ungeprüfte pro-forma konsolidierte Vermögenslage der Enapter Gruppe auf Basis der ungeprüften Abschlüsse zum jeweiligen Jahresende 2017 bis 2019 dargestellt. Im Folgenden werden die wesentlichen Bilanzpositionen kurz erläutert:

- Der Anstieg der **immateriellen Vermögensgegenstände** vom 31. Dezember 2018 auf den 31. Dezember 2019 resultiert aus der Aktivierung von Entwicklungskosten.
- Das **Sachanlagevermögen** i.H.v. TEUR 1.218 bestand zum 31. Dezember 2019 im Wesentlichen aus folgenden Anlagenklassen:
  - TEUR 741 Grundstücke und Bauten in Pisa, Italien
  - TEUR 282 Andere Anlagen, Betriebs- und Geschäftsausstattung
  - TEUR 99 Technische Anlagen und Maschinen
- Das **Vorratsvermögen** betrug zum 31. Dezember 2019 insgesamt TEUR 862. Die Vorräte setzten sich aus TEUR 612 Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe, TEUR 219 Unfertige Erzeugnisse sowie TEUR 29 Fertige Erzeugnisse zusammen.
- Die **Forderungen aus Lieferungen und Leistungen** betragen zum 31. Dezember 2019 insgesamt TEUR 1.269.
- Die **Anderen Rücklagen** beinhalten die Zahlungen von BluGreen in die Kapitalrücklage für die Finanzierung zukünftigen Wachstums.
- Bei den zum 31.12.2019 ausgewiesenen **Verbindlichkeiten gegenüber Gesellschaftern** i.H.v. 785 handelt es sich um das Darlehenskonto von Herrn Schmidt.
- Zum 31. Dezember 2019 betragen die **Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen** insgesamt TEUR 874.
- Die **sonstigen Verbindlichkeiten** i.H.v. TEUR 450 zum 31.12.2019 beinhalten im Wesentlichen Verbindlichkeiten im Rahmen sozialer Sicherheit TEUR 118, Verbindlichkeiten gegenüber Mitarbeitern TEUR 204 sowie Verbindlichkeiten aus sonstigen Steuern TEUR 90.

## 4. UNTERNEHMENSPLANUNG

---

- 4.1 Zukünftige Ertragslage
- 4.2 Zukünftige Investitionen

# 4.1 ZUKÜNFTIGE ERTRAGSLAGE – INSGESAMT

Das Management der Enapter Gruppe geht davon aus, dass mit Aufnahme der industriellen Produktion in Deutschland, der operative Break-Even (Ebene EBITDA) im Jahr 2023 erreicht werden kann. Bis 2026 wird aufgrund von mengeninduziertem Wachstum und damit einhergehenden Skaleneffekten damit gerechnet, dass ein EBIT von MEUR 19,8 erzielt werden kann.

## Enapter Gruppe | Entwicklung Ertragslage

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
in TEUR	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>2.752</b>	<b>9.253</b>	<b>34.838</b>	<b>68.305</b>	<b>94.154</b>	<b>118.311</b>	<b>146.863</b>
Materialaufwand	-1.565	-5.685	-21.739	-39.301	-53.308	-67.203	-82.887
<b>Rohhertrag</b>	<b>1.188</b>	<b>3.568</b>	<b>13.099</b>	<b>29.005</b>	<b>40.846</b>	<b>51.107</b>	<b>63.976</b>
Personalaufwand	-4.657	-6.568	-10.284	-15.150	-17.226	-18.825	-20.355
Sonstige betr. Aufwendungen	-1.606	-2.689	-5.903	-9.600	-12.701	-15.529	-18.682
<b>EBITDA</b>	<b>-5.075</b>	<b>-5.689</b>	<b>-3.088</b>	<b>4.254</b>	<b>10.919</b>	<b>16.753</b>	<b>24.939</b>
Abschreibungen	-2	-1.433	-4.776	-4.788	-4.852	-4.980	-5.108
<b>EBIT</b>	<b>-5.077</b>	<b>-7.122</b>	<b>-7.864</b>	<b>-534</b>	<b>6.067</b>	<b>11.773</b>	<b>19.831</b>

## Wesentliche Kennzahlen (in % Umsatzerlöse)

Rohhertrag	43,2%	38,6%	37,6%	42,5%	43,4%	43,2%	43,6%
Personalaufwand	-169,2%	-71,0%	-29,5%	-22,2%	-18,3%	-15,9%	-13,9%
Sonstige betr. Aufwendungen	-58,4%	-29,1%	-16,9%	-14,1%	-13,5%	-13,1%	-12,7%
EBITDA	-184,4%	-61,5%	-8,9%	6,2%	11,6%	14,2%	17,0%
EBIT	-184,5%	-77,0%	-22,6%	-0,8%	6,4%	10,0%	13,5%

Quelle: Managementinformation; Analyse Rödl & Partner

## Entwicklung der Ertragslage

- Das **Umsatzwachstum** der Enapter Gruppe ist ausschließlich mengeninduziert und durch den Beginn der industriellen Produktion von Elektrolyseuren in Deutschland per 2023 gekennzeichnet. Eine detaillierte Analyse der Umsatzerlöse findet sich auf der folgenden Seite.
- Die **Rohmarge** beträgt ab 2023 rd. 43% und kann trotz eines erwarteten Preisdrucks aufgrund von positiven Skaleneffekten in den Bereichen Produktion und Einkauf im Planungszeitraum konstant gehalten werden.
- Das dynamische Wachstum der Enapter Gruppe spiegelt sich sowohl im **Personalaufwand** als auch in den umsatzabhängigen Positionen des **sonstigen betrieblichen Aufwands** (bspw. Vertriebskosten) wieder. Eine detaillierte Analyse der Aufwandspositionen findet sich auf den folgenden Seiten.
- In Folge des hohen Automatisierungsgrades der Produktion und der Fixkostendegression im Zusammenhang mit dem Umsatzwachstum, wird im Planungszeitraum ein Anstieg der **EBITDA-Marge** auf rd. 17% erwartet.
- Die Fortschreibung der **Abschreibungen** orientiert sich an den geplanten Investitionen in den Produktionsstandort und den erwarteten Nutzungsdauern der jeweiligen Anlagen. Für eine Darstellung der Investitionen verweisen wir auf Kapitel 4.2.

# 4.1 ZUKÜNFTIGE ERTRAGSLAGE – ROHERTRAG

Enapter plant bis 2026 ein jährliches Umsatzwachstum von 94%. Insbesondere Stacks, Multicore-Produkte, Container sowie EL-Produkte sollen in 2026 rd. 76,9% der Umsätze ausmachen. Trotz sinkender Preise für einzelne Produkte (z.B. Stacks), plant Enapter über zeitgleich sinkende Preise für Rohmaterialien eine größtenteils konstante Rohmarge von rd. 43% ab 2023.

## Enapter Gruppe | Entwicklung Rohertrag

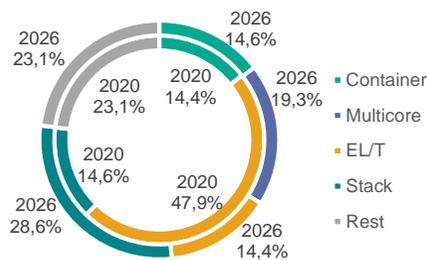
in TEUR	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	CAGR '20-'26
	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	
Container 25Nm	380	720	7.000	12.240	15.840	18.432	21.427	96%
Multicore gesamt	-	800	3.900	13.200	17.200	21.360	28.368	n.a.
EL gesamt	1.260	3.360	8.700	10.440	12.000	17.280	21.120	60%
Dryer	240	864	2.520	4.860	5.400	7.128	8.640	82%
Cabinet	144	495	1.651	3.715	4.954	7.430	9.907	102%
Stack	385	2.130	8.400	18.000	31.000	35.100	42.000	119%
WPS	120	411	1.369	3.079	4.106	6.159	8.212	102%
WTM	103	353	1.178	2.651	3.534	5.301	7.068	102%
<b>Produktumsatz</b>	<b>2.632</b>	<b>9.133</b>	<b>34.718</b>	<b>68.185</b>	<b>94.034</b>	<b>118.191</b>	<b>146.743</b>	<b>95%</b>
Sonstiger Umsatz	120	120	120	120	120	120	120	0%
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>2.752</b>	<b>9.253</b>	<b>34.838</b>	<b>68.305</b>	<b>94.154</b>	<b>118.311</b>	<b>146.863</b>	<b>94%</b>
<b>Materialaufwand</b>	<b>-1.565</b>	<b>-5.685</b>	<b>-21.739</b>	<b>-39.301</b>	<b>-53.308</b>	<b>-67.203</b>	<b>-82.887</b>	<b>94%</b>
<b>Rohertrag</b>	<b>1.188</b>	<b>3.568</b>	<b>13.099</b>	<b>29.005</b>	<b>40.846</b>	<b>51.107</b>	<b>63.976</b>	<b>94%</b>
Rohmarge	43,2%	38,6%	37,6%	42,5%	43,4%	43,2%	43,6%	

Quelle: Managementinformation; Analyse Rödl & Partner

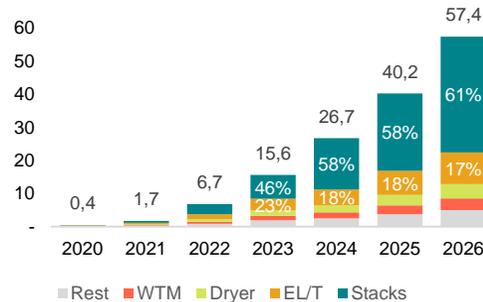
## Rohertrag

- Das Management der Enapter Gruppe plant für den Zeitraum bis 2026 ein signifikantes Wachstum der Umsatzerlöse von jährlich 94% (CAGR 2020-2026). Das Wachstum ist ausschließlich mengengetrieben.
- Wie in der Grafik unten links dargestellt, sind insbesondere die Produktbereiche Stacks und EL (zusammen 78% der Gesamtproduktion) als Volumengeschäft geplant. Die hochpreisigen Bereiche Container und Multicore-Produkte sollen bis 2026 nur im zweistelligen Mengenumbereich abgesetzt werden.
- Insgesamt sollen im GJ26 rd. 57 TStück produziert werden. Der geplante Produktionsstandort in Deutschland soll über eine Kapazität von rd. 100 Tausend Stück verfügen, so dass am Ende des betrachteten Planungszeitraums noch keine Voll-Auslastung der Produktionsanlagen erreicht ist.
- Aufgrund wettbewerbsinduzierten Preisdrucks geht das Management für mehrere Produkte von sinkenden Absatzpreisen aus. Der Preis des volumenträchtigsten Produkt – Stacks – soll um ca. 18% p.a. sinken. Die Preise für Container und Multicore Produkte sollen zwischen 3-7% pro Jahr reduziert werden.
- Das Management der Enapter Gruppe plant mit stabilen Rohmargen von rd. 43%. Eine Stabilisierung der Margen soll aufgrund folgender Annahmen möglich sein:
  - Skaleneffekten in Folge der industriellen Produktion von Elektrolyseuren;
  - Erhöhte Verhandlungsmacht im Einkauf von Rohstoffen und Materialien.
- Darüber hinaus trägt der geplante Produktmix (Verlagerung des Absatzes zu margenstarken Produkten) zu einer Stabilisierung der Rohmarge bei.

## Enapter - Umsatz nach Produkten



## Geplante Stückzahlen (in TStück)



# 4.1 ZUKÜNFTIGE ERTRAGSLAGE – OPERATIVE AUFWENDUNGEN

Analog zur Geschäftsentwicklung der Enapter Gruppe ist sowohl ein Anstieg des Personalaufwands als auch des sonstigen betrieblichen Aufwands geplant. Die Unternehmensplanung berücksichtigt keine Kostensteigerungen (bspw. Lohnerhöhungen) und will maßgeblich von Skaleneffekten profitieren.

## Enapter Gruppe | Entwicklung Personalaufwand

in TEUR	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan
Löhne und Gehälter	-3.711	-5.269	-8.337	-12.353	-14.060	-15.377	-16.641
Sozialabgaben	-946	-1.300	-1.947	-2.798	-3.167	-3.448	-3.714
<b>Personalaufwand</b>	<b>-4.657</b>	<b>-6.568</b>	<b>-10.284</b>	<b>-15.150</b>	<b>-17.226</b>	<b>-18.825</b>	<b>-20.355</b>

## Wesentliche Kennzahlen

PA in % der Umsatzerlöse	169,2%	71,0%	29,5%	22,2%	18,3%	15,9%	13,9%
Nevapter LLC	29	37	41	45	49	53	57
Enapter GmbH	13	23	124	178	204	224	254
Enapter SRL	69	80	86	92	96	98	100
Enapter Co. Ltd.	14	16	18	20	20	20	20
BluGreen Company Ltd.	3	3	3	3	3	3	3
<b>FTE Gesamt</b>	<b>128</b>	<b>159</b>	<b>272</b>	<b>338</b>	<b>372</b>	<b>398</b>	<b>434</b>
<b>Ø Personalaufwand / FTE</b>	<b>-36</b>	<b>-41</b>	<b>-38</b>	<b>-45</b>	<b>-46</b>	<b>-47</b>	<b>-47</b>

Quelle: Managementinformation; Analyse Rödl & Partner

## Enapter Gruppe | Entwicklung Sonstige betriebliche Aufwendungen

in TEUR	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan
Verkaufsprovision	-158	-548	-2.083	-4.091	-5.642	-7.091	-8.805
Marketing	-105	-365	-1.389	-2.727	-3.761	-4.728	-5.870
Werbe-Reisekosten/Messen	-468	-621	-743	-872	-1.208	-1.463	-1.598
sonstige Kosten	-336	-469	-596	-730	-863	-997	-1.133
Raumkosten	-195	-281	-272	-255	-265	-276	-287
Versich./Beiträge/Lizenzen	-33	-46	-198	-200	-202	-205	-207
Buchhaltungs-/Abschlusskost	-120	-146	-181	-185	-188	-192	-197
Instandhaltungskosten	-42	-42	-92	-161	-161	-161	-161
Porto Telefon Internet	-44	-41	-146	-148	-151	-154	-158
Bürobedarf/Software	-51	-58	-95	-132	-133	-134	-136
Rechts- und Beratungskosten	-55	-73	-108	-98	-124	-127	-130
<b>Total</b>	<b>-1.606</b>	<b>-2.689</b>	<b>-5.903</b>	<b>-9.600</b>	<b>-12.701</b>	<b>-15.529</b>	<b>-18.682</b>

## Wesentliche Kennzahlen (in % der Umsatzerlöse)

Verkaufsprovisionen	5,7%	5,9%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Marketing	3,8%	3,9%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Werbe-Reisekosten/Messen	17,0%	6,7%	2,1%	1,3%	1,3%	1,2%	1,1%
<b>SbA gesamt</b>	<b>58,4%</b>	<b>29,1%</b>	<b>16,9%</b>	<b>14,1%</b>	<b>13,5%</b>	<b>13,1%</b>	<b>12,7%</b>

Quelle: Managementinformation; Analyse Rödl & Partner

Wie in Kapitel 2.1 dargestellt, haben wir als konservativen Ansatz unterstellt, dass für die Leistungen zwischen der Enapter Gruppe und den assoziierten Unternehmen (insbesondere Nevapter LLC) ein Kostenausgleich stattfindet (anstelle von Lizenzgebühren). Vor diesem Hintergrund enthalten die Personal- und sonstigen betrieblichen Aufwendungen auch die Aufwendungen der assoziierten Unternehmen.

## Personalaufwand

- Enapter plant bis 2026 insgesamt 306 neue FTE einzustellen, davon 241 in der Enapter GmbH. Der Personalaufwand in % der Umsatzerlöse sinkt durch Umsatzwachstum und Skalierung der Produktion auf 13,9% im Jahr 2026.
- Die Planung des Personalaufwandes erfolgt zu fixen monatlichen Brutto-Gehältern je FTE, ohne zeitlich indexierte Entwicklung (beispielsweise für Gehaltssteigerungen). Sozialleistungen werden je FTE zu festgesetzten Quoten für das Land der jeweiligen Gesellschaft geplant.

## Sonstige betriebliche Aufwendungen

- Die beiden größten Positionen innerhalb der sonstigen betrieblichen Aufwendungen betreffen die **Verkaufsprovisionen** (6% vom Umsatz) sowie **Marketingaufwendungen** (4% vom Umsatz).
- Darüber hinaus wurden die **Reisekosten** mit fixen Pauschalbeträgen je FTE-Bereich anhand des Personalaufbaus sowie die **Messekosten** anhand der tatsächlich angenommenen Messebesuche (keine Preisindexierung) geplant.
- Sonstige Kosten** (nicht näher definiert) wurden mit fixen Annahmen geplant und steigen in der GmbH/S.r.l. mit TEUR 10/Jahr, in den anderen Gesellschaften mit 10% p.a.
- Raumkosten** der GmbH/S.r.l. steigen 2020/21 unterjährig um je einen fixen Betrag an, sinken 2022 wieder auf das Niveau von Dez. 2020 und bleiben dann konstant.
- Der **Instandhaltungsaufwand** der Enapter GmbH / S.r.l. bleibt bis Juli 2022 konstant und entspricht ab Aug. 2022 den anteilig und konstant im Rahmen der Investitionen in Gebäude-/Produktionsausstattung angesetzten Reparatur-/Wartungsaufwendungen.

## 4.2 ZUKÜNFTIGE INVESTITIONEN

Die Planung des Enapter Campus (dt. Produktionsstandort) wurde durch ein international tätiges Beratungs- und Planungsunternehmen durchgeführt. Die Investitionen in den Produktionsstandort sollen sich auf rd. MEUR 97 belaufen und mit rd. MEUR 35 staatlich gefördert werden. Der Beginn der Bautätigkeiten ist lt. Management für Q1 2021 vorgesehen und soll im Q3 2023 abgeschlossen sein.

### Enapter Gruppe | Investitionen

in TEUR	2020 Plan	2021 Plan	2022 Plan	2023 Plan	2024 Plan	2025 Plan	2026 Plan
Enapter Campus	31	32,766	64,032	257	3,958	4,037	4,117
Enapter S.r.L. (Pisa)	-	2,600	-	-	133	136	139
<b>Brutto-Investitionen</b>	<b>31</b>	<b>35,366</b>	<b>64,032</b>	<b>257</b>	<b>4,091</b>	<b>4,173</b>	<b>4,256</b>



### Investitionen

- Aktuell erfolgen sowohl Forschungs- und Entwicklungsaktivitäten als auch die Produktion in Pisa (Italien).
- Zukünftig soll die industrielle Produktion in einem Produktionsstandort in Deutschland, dem „Enapter Campus“ erfolgen. Für die Planung des Produktionsstandortes wurde ein international tätiges Beratungs- und Planungsunternehmen engagiert.
- Zum Zeitpunkt unserer Berichterstattung geht das Management der Enapter von einem Baubeginn in Q1 2021 aus. Die Fertigstellung des Produktionsstandorts und damit der Beginn der industriellen Produktion ist für Q3 2023 vorgesehen. Der genaue Produktionsstandort ist noch nicht definiert.
- Der Produktionsstandort soll über eine Produktionskapazität von rd. 100 Tsd. Elektrolyseuren p.a. verfügen. Im Planungszeitraum bis 2026 erreicht die zuvor dargestellte Mengenplanung ein Absatzvolumen von rd. 57 Tsd. Stück.
- Das Gesamtinvestitionsvolumen beläuft sich für den Enapter Campus bis einschließlich 2022 auf rd. MEUR 97. Das Management erwartet, dass rd. MEUR 35 durch staatliche Förderungen finanziert werden können. Für weitere Investitionen in den italienischen Produktionsstandort sind rd. MEUR 3 vorgesehen.
- Hinsichtlich der vorhandenen Produktionskapazitäten verfügt die Gesellschaft somit über zukünftiges Wachstumspotenzial ohne Erweiterungsinvestitionen tätigen zu müssen.
- Ersatzinvestitionen wurden im Business Plan in Höhe der erwarteten Abschreibungen angesetzt. Diese ergeben sich aufgrund der integrierten Planung des Managements durch die Nutzungsdauern der jeweiligen Anlagenklassen.

## 5. INDIKATIVE WERTABSCHÄTZUNG

---

- 5.1 Allgemeine Bewertungsgrundsätze und Methoden
- 5.2 Methodische Vorgehensweise
- 5.3 Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes
- 5.4 Ertragswertverfahren

# 5.1 ALLGEMEINE BEWERTUNGSGRUNDSÄTZE UND METHODEN (1/3)

Die Bewertung der Enapter Gruppe wurde in Einklang mit den grundsätzlichen Vorgaben des IDW S1 durchgeführt. Dabei wurde ein objektivierter Unternehmenswert auf Basis der zukünftigen Ertragskraft des Unternehmens mittels Ertragswertverfahren abgeleitet. Eine Analyse der materiellen / externen Plausibilität der Planung gem. IDW PH 2/2017 wurde auftragsgemäß nicht durchgeführt.

## Allgemeine Bewertungsgrundlagen

- Die im Folgenden beschriebenen Bewertungsgrundsätze und -methoden zur Ermittlung des Unternehmenswerts, denen auch die hier dargestellte Bewertung folgt, gelten heute in Theorie und Praxis der Unternehmensbewertung als gesichert und in der Rechtsprechung anerkannt. Sie sind in den Verlautbarungen des IDW, insbesondere im Standard IDW S1, zusammengefasst.
- Der Wert eines Unternehmens bestimmt sich dabei aus dem Nutzen, den das Unternehmen aufgrund seiner zum Bewertungszeitpunkt vorhandenen Erfolgsfaktoren einschließlich seiner Innovationskraft, Produkte und Stellung am Markt, inneren Organisation, Mitarbeiter und seines Managements in Zukunft erwirtschaften kann. Unter der Voraussetzung, dass ausschließlich finanzielle Ziele verfolgt werden, wird der Wert eines Unternehmens aus seiner Eigenschaft abgeleitet, durch Zusammenwirken aller die Ertragskraft beeinflussenden Faktoren finanzielle Überschüsse für die Unternehmenseigner zu erwirtschaften.
- Gemäß IDW S1 kann die Ermittlung des Unternehmenswertes nach dem Ertragswertverfahren oder nach einem Discounted Cash Flow Verfahren („DCF“) erfolgen. Beide führen bei gleichen Bewertungsannahmen zu identischen Werten. Im vorliegenden Fall wurde primär auf den Ertragswert abgestellt, eine Ableitung des Wertes nach DCF-Verfahren findet sich im Anhang.

## Ertragswertverfahren

- Im Ertragswertverfahren bestimmt sich der Wert eines Unternehmens durch den Barwert der zukünftigen Nettozuflüsse an die Unternehmenseigner. Bei der Ermittlung der Nettoszahlsströme an die Unternehmenseigner sind die Ausschüttungspolitik der Gesellschaft, Thesaurierungen und deren Verwendung sowie aktienrechtliche Ausschüttungsrestriktionen zu beachten.

## Ertragswertverfahren (Forts.)

- Außerdem sind die Ausschüttungen mit der geplanten Liquiditäts- bzw. Finanzierungsentwicklung abzugleichen. Eine Vollausschüttung kann nur unterstellt werden, wenn dies in der Unternehmensplanung ausreichend dokumentiert und es rechtlich und liquiditätsseitig möglich ist. In der ewigen Rente ist eine typisierte Ausschüttungsquote anzusetzen, die beispielsweise aus der Peer Group abgeleitet werden kann.
- Im Allgemeinen bildet die Vergangenheitsanalyse den Ausgangspunkt für die Prognose bzw. Plausibilitätsbeurteilung künftiger finanzieller Überschüsse. Dabei ist zu beachten, dass bei der Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts nur diejenigen Erfolgsfaktoren zu berücksichtigen sind, die sich aus den zum Bewertungsstichtag bereits eingeleiteten oder hinreichend konkretisierten Maßnahmen im Rahmen des bisherigen Unternehmenskonzepts und der Marktgegebenheiten ergeben. Mögliche, aber noch nicht hinreichend konkretisierte Maßnahmen (z.B. Erweiterungsinvestitionen/Desinvestitionen) sowie die daraus vermutlich resultierenden finanziellen Überschüsse sind danach bei der Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte unbeachtlich.
- Für die Bewertung eines Unternehmens sind die künftigen finanziellen Überschüsse mit einem Kapitalkostensatz auf den Bewertungsstichtag zu diskontieren. Dieser Kapitalkostensatz dient dazu, die Zahlenreihe der Überschüsse an einer vergleichbaren Entscheidungsalternative zu messen. Der zu verwendende Kapitalkostensatz spiegelt daher die Rendite einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativanlage wider.
- Im Hinblick auf die Wertrelevanz persönlicher Ertragsteuern werden bei der Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte anlassbezogene Typisierungen der steuerlichen Verhältnisse der Anteilseigner vorgenommen.

# 5.1 ALLGEMEINE BEWERTUNGSGRUNDSÄTZE UND METHODEN (2/3)

Die Bewertung der Enapter Gruppe wurde in Einklang mit den grundsätzlichen Vorgaben des IDW S1 durchgeführt. Dabei wurde ein objektiver Unternehmenswert auf Basis der zukünftigen Ertragskraft des Unternehmens mittels Ertragswertverfahren abgeleitet. Eine Analyse der materiellen / externen Plausibilität der Planung gem. IDW PH 2/2017 wurde auftragsgemäß nicht durchgeführt.

## Nicht betriebsnotwendiges Vermögen und Sonderwerte

- Im Rahmen der Ertragswertermittlung nicht abgebildete Sachverhalte sind grundsätzlich gesondert zu bewerten und dem Ertragswert hinzuzurechnen bzw. davon zu subtrahieren. Hierzu zählen insbesondere Vermögensgegenstände einschließlich der dazugehörigen Schulden, die frei veräußert werden können, ohne dass davon die eigentliche Unternehmensaufgabe berührt wird (funktionelle Abgrenzung).
- Das nicht betriebsnotwendige Vermögen bzw. die nicht betriebsnotwendigen Schulden sind gemäß IDW S 1 dabei mit dem Liquidationswert unter Abzug der Kosten der Liquidation sowie unter Berücksichtigung der steuerlichen Folgen auf Ebene des Unternehmens und der Anteilseigner anzusetzen. Die Summe der Werte des betriebsnotwendigen und des nicht betriebsnotwendigen Vermögens ergibt den Unternehmenswert.
- Nach Aussagen des Managements liegt zum Bewertungsstichtag kein wesentliches nicht betriebsnotwendiges Vermögen vor.

## Vergleichende Marktbewertungen mittels Multiplikatoren

- Als Alternative zur Fundamentalbewertung nach dem Ertragswertverfahren können in Einklang mit IDW S1 kapitalmarktorientierte Bewertungsmethoden wie die sogenannten Multiplikator-Verfahren zur Plausibilisierung des ermittelten Unternehmenswerts herangezogen werden. Dabei werden wertbildende Bezugsgrößen von Vergleichsunternehmen wie z.B. Umsatz, EBIT oder EBITDA in Relation zu deren beobachtbaren Marktpreisen gesetzt und die so abgeleiteten Multiplikatoren auf die entsprechende Bezugsgröße des zu bewertenden Unternehmens bezogen. Die Marktpreise können dabei aus der Marktkapitalisierung börsennotierter Vergleichsunternehmen abgeleitet werden (sog. „Börsen-Multiplikatoren“) oder aus Preisen, die bei M&A-Transaktionen vergleichbarer Unternehmen beobachtet wurden (sog. „Transaktions-Multiplikatoren“).
- Eine Multiplikatorbewertung haben wir auftragsgemäß nicht durchgeführt.

## Besonderheiten bei der Bewertung junger Unternehmen

- Junge Unternehmen („Start-up“-Unternehmen) weisen bestimmte Charakteristika auf, die im Vergleich zu am Markt etablierten Unternehmen im Rahmen der Unternehmensbewertung zu würdigen sind. Diese betreffen insbesondere:
  - Limitierte und inhaltlich nicht aussagekräftige Unternehmenshistorie zur Würdigung der „Zukunftsfähigkeit“ des Unternehmens;
  - Wichtigster Erfolgsfaktor ist meist spezifisches Know-How, das an eine Gruppe von Ingenieuren oder den Firmeneigentümer selbst gebunden ist. Insofern besteht eine große personelle Abhängigkeit;
  - Die zukünftigen Zahlungsströme sind mit großen Chancen und Risiken behaftet. Zum Zeitpunkt der Bewertung stehen häufig geringe Umsätze bei gegebenenfalls hohen operativen Verlusten und Investitionskosten beträchtlichen Potenzialen hinsichtlich der absoluten Höhe und des erwarteten Wachstums gegenüber;
  - Die Finanzierung des zukünftigen Wachstums und damit des aktuellen und kurzfristigen Liquiditätsbedarfs erfolgt meist in Form von externem Eigenkapital, d.h. Wagniskapital (bspw. Förderinstitute, Venture Capital Fonds, Private Equity Fonds). Eine Fremdfinanzierung kommt aufgrund der hohen Risikoaufschläge meist nicht in Frage.
- In der Praxis führen diese Merkmale zu einer hohen Ausfallwahrscheinlichkeit von Start-ups. Diese liegt innerhalb des ersten Jahrzehnts eines Unternehmens in der Regel signifikant über dem Ausfallrisiko etablierter Unternehmen.
- Aufgrund dieser Charakteristika in Verbindung mit einer erhöhten Ausfallwahrscheinlichkeit ist eine Unternehmensbewertung anhand des Ertragswertverfahrens sinnvoll, um eine transparente Auseinandersetzung mit Chancen und Risiken der Planung zu ermöglichen.

# 5.1 ALLGEMEINE BEWERTUNGSGRUNDSÄTZE UND METHODEN (3/3)

Die Bewertung der Enapter Gruppe wurde in Einklang mit den grundsätzlichen Vorgaben des IDW S1 durchgeführt. Dabei wurde ein objektiver Unternehmenswert auf Basis der zukünftigen Ertragskraft des Unternehmens mittels Ertragswertverfahren abgeleitet. Eine Analyse der materiellen / externen Plausibilität der Planung gem. IDW PH 2/2017 wurde auftragsgemäß nicht durchgeführt.

## Besonderheiten bei der Bewertung junger Unternehmen (Fort.)

- Die Berücksichtigung der Unsicherheit des Zahlungsstroms und damit des Ausfallrisikos kann dabei durch zwei Methode erfolgen:
  - Berücksichtigung zusätzlicher Ausfallrisiken als Zuschlag zum Kapitalisierungszinssatz, oder
  - Berücksichtigung zusätzlicher Ausfallrisiken als Abschlag der der erwarteten zukünftigen Zahlungsströme.
- Während ein Zuschlag zum Kapitalisierungssatz gem. IDW S1 (i.d.F. 2008) Tz. 123 nur bei subjektiven Entscheidungswerten verwendet werden darf, sind Zahlungsströme regelmäßig in Erwartungswerte zu überführen (siehe hierzu auch IDW PH 2/2018 Tz. 25).
- Vor diesem Hintergrund haben wir die geplanten Zahlungsströme um empirisch ermittelte Ausfallwahrscheinlichkeiten angepasst. Die Ausfallwahrscheinlichkeit wurde unter Berücksichtigung folgender Kriterien abgeleitet:
  - Finanzierungsphase des Unternehmens (d.h. Series A-Finanzierung erfolgte);
  - Finanzierungsart des Unternehmens (keine Fremdfinanzierung).
- Unter Berücksichtigung dieser Kriterien ergibt sich eine Ausfallwahrscheinlichkeit von **37% p.a.** (siehe hierzu „The Leveraging of Silicon Valley“ J. Davis (UNC), A. Morse (UC-Berkeley), X. Wang (UCLA)).
- Die Ausfallwahrscheinlichkeit wurde dabei als Abschlag auf die zu erwartenden Nettoausschüttungen der Anteilseigner berücksichtigt und stellt somit einen Erwartungswert der zukünftigen Zahlungsströme unter Berücksichtigung von Finanzierungs- und Investitionserwartungen dar.

## Börsenkurs

- Bei börsennotierten Gesellschaften kann der Wert grundsätzlich auch anhand des Börsenkurses und der daraus abgeleiteten Marktkapitalisierung bestimmt werden.
- Gewichtige Argumente können jedoch gegen eine aus dem Börsenkurs abgeleitete Wertbestimmung sprechen, da der Börsenkurs von zahlreichen Sonderfaktoren abhängt und damit unberechenbaren Schwankungen und Entwicklungen unterliegen kann. Sonderfaktoren können die Größe und Enge des Marktes, Zufälligkeiten einzelner Kurse sowie spekulative und sonstige nicht wertbezogene Einflüsse darstellen.
- Die Enapter Gruppe ist nicht börsennotiert, so dass der Börsenkurs nicht relevant für die Ableitung des Unternehmenswertes ist.

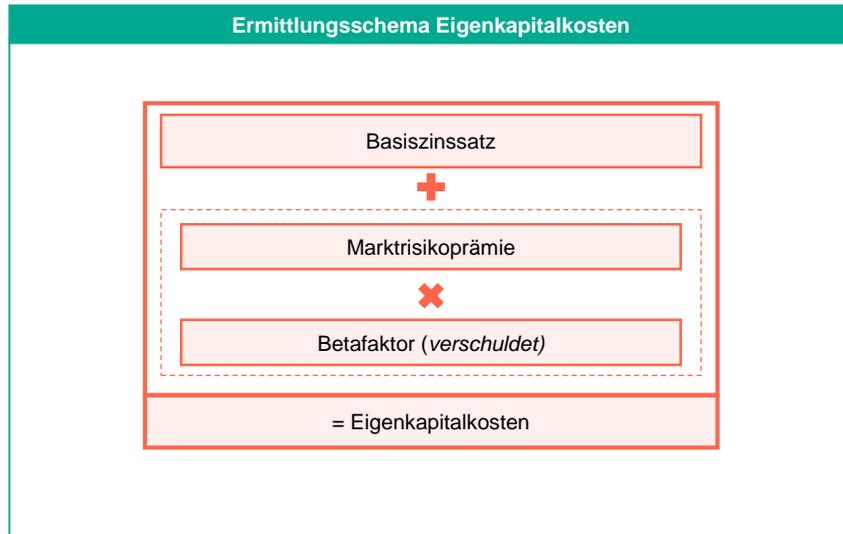
## 5.2 METHODISCHE VORGEHENSWEISE

Die indikative Wertabschätzung der Enapter Gruppe basiert auf der von der Gesellschaft zur Verfügung gestellten Unternehmensplanung für die Jahre 2020 bis 2026 (Detailplanungszeitraum). Für den Zeitraum ab 2027 haben wir auf Basis des letzten Detailplanungsjahres (2026) einen eingeschwungenen Zustand unterstellt und die nachhaltige Ertragskraft im Zeitraum der ewigen Rente abgeleitet.

- Die im vorherigen Kapitel beschriebenen allgemeinen Bewertungsgrundsätze und -methoden sind für das einzelne Bewertungsobjekt, in diesem Fall die Enapter Gruppe zu konkretisieren.
- Die Bewertung der Enapter Gruppe nach dem Ertragswertverfahren erfolgte auf Basis der von der Gesellschaft zur Verfügung gestellten konsolidierten Unternehmensplanung mit Stand vom August 2020. Bei der vorliegenden Planung handelt es sich um eine Mehrjahresplanung für die Jahre 2020 bis 2026, die auf dem Ist-Ergebnis des Jahres 2019 aufsetzt.
- Um die Entwicklung der Enapter Gruppe über den Detailplanungszeitraum hinaus berücksichtigen zu können, wurden der Bewertung zwei Prognosephasen zu Grunde gelegt:
  - In Prognosephase 1 (Detailplanungszeitraum) ergeben sich die Cashflows aus der integrierten Planungsrechnung für die Geschäftsjahre 2020 bis 2026. Die Planungsrechnung der Enapter Gruppe umfasst eine Gewinn- und Verlustrechnung, eine Bilanzplanung und eine Cashflow-Rechnung. Diese Planung haben wir bzgl. rechnerischer und formeller Plausibilität als auch materieller, interner Plausibilität i.S.d. IDW PH 2/2017 analysiert. Explizit von unseren Analysen ausgenommen ist eine Würdigung und kritische Prüfung der materiellen, externen Plausibilität der Planungsrechnung.
  - In Prognosephase 2 (sogenannte „Ewige Rente“ oder „Terminal Value“, „TV“) wurden für den Zeitraum ab 2027 nachhaltige Nettoausschüttungen prognostiziert, die mit einer konstanten Rate wachsen. Die Ableitung des nachhaltigen EBIT im Zeitraum der ewigen Rente basiert auf der Planperiode 2026.
- Die Ergebnisplanung der Enapter Gruppe wurde von uns grundsätzlich übernommen. Das Finanzergebnis und den Steueraufwand haben wir teilweise neu berechnet sowie ein nachhaltig erzielbares Ergebnis ermittelt. Das geplante Finanzergebnis der Enapter Gruppe wurde dabei aus der integrierten Bilanz- und Finanzplanung abgeleitet.
- Die prognostizierten Ergebnisse vor Ertragsteuern wurden um Unternehmenssteuern gekürzt. Als Unternehmenssteuern haben wir die Gewerbesteuer, die Körperschaftsteuer und den Solidaritätszuschlag angesetzt und unterstellt, dass die Unternehmensgruppe in Deutschland steuerpflichtig ist.
- Aufgrund der negativen Ergebnisse in den ersten Planjahren sowie den mit der Re-Finanzierung verbundenen Ausschüttungssperren, haben wir im Detailplanungszeitraum bis einschließlich 2025 keine Ausschüttung und eine echte Thesaurierung unterstellt. In 2026 wird eine teilweise Thesaurierung zur Rückführung von Darlehen unterstellt. Ab 2027 und somit im Zeitraum der Ewigen Rente wird eine Vollausschüttung unterstellt.
- Da es sich bei Enapter Gruppe um ein junges Unternehmen mit unsicheren geplanten Zahlungsströmen handelt, wurden die zu erwartenden Ausschüttungen um die zuvor erläuterte Ausfallwahrscheinlichkeit **von 37% p.a.** reduziert.
- Die grundlegenden Überlegungen und Ansätze zur Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes sind nachfolgend ausführlich dargelegt.
- Bewertungsstichtag der in diesem Gutachten dargestellten Bewertung ist der Tag der voraussichtlichen Hauptversammlung der S&O Beteiligungen am 8. Oktober 2020.

## 5.3 ABLEITUNG DES KAPITALISIERUNGSZINSSATZES (1/4)

Die Eigenkapitalkosten der Enapter Gruppe wurden anhand des Capital Asset Pricing Models ermittelt. Dabei wurde analog der empfohlenen Vorgehensweise des IDW zum Bewertungsstichtag ein Basiszins von 0,00% und eine Marktrisikoprämie von 8,00% angesetzt.



### Allgemein

- Die künftigen finanziellen Überschüsse sind mit einem geeigneten Kapitalisierungszinssatz abzuzinsen. Der Kapitalisierungszinssatz orientiert sich dabei an der Entscheidungsalternative eines Investors, der die Rendite seiner Investition in ein bestimmtes Unternehmen (das Bewertungsobjekt) mit der Rendite einer entsprechenden Alternativanlage in Unternehmensanteile am Kapitalmarkt vergleicht.
- Der Kapitalisierungszinssatz gibt demnach an, welche Rendite aus dem Bewertungsobjekt erzielt werden muss um sich gegenüber der nächstbesten Alternative nicht schlechter zu stellen. Dabei ist zu beachten, dass deren Zahlungsstrom im Hinblick auf die zeitliche Struktur, das Risiko und die Besteuerung als vergleichbar mit dem Zahlungsstrom des Unternehmens einzuschätzen ist.
- Als Ausgangsgröße bei der Ermittlung objektiver Unternehmenswerte werden grundsätzlich Kapitalmarktrenditen für Aktienportfolien bzw. für Bündel aus von am Kapitalmarkt notierten Unternehmensanteilen herangezogen und diese darauf aufbauend an die Risikostruktur des zu bewertenden Unternehmens angepasst.
- Für die Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes wird üblicherweise zwischen Basiszins und Risikozuschlag differenziert. Bei beiden Komponenten sind steuerliche Regelungen zu berücksichtigen. Im Rahmen der Anwendung der bei aktienrechtlichen Bewertungsanlässen einschlägigen unmittelbaren Typisierung der persönlichen Ertragsteuern sind die zu diskontierenden finanziellen Überschüsse nicht nur um Unternehmenssteuern, sondern auch um persönliche Ertragsteuern zu vermindern und der Kapitalisierungszinssatz somit ebenfalls um persönliche Ertragsteuern zu kürzen.
- Zur Erfassung von Wachstumseffekten in Form stetig wachsender finanzieller Überschüsse nach Ende der Detailplanungsphase wird der Kapitalisierungszinssatz um einen Wachstumsfaktor gemindert (Wachstumsabschlag).

### Basiszinssatz

- Grundlage für die Festlegung des Basiszinssatzes ist ein landesüblicher Zinssatz für eine (quasi) risikofreie Kapitalmarktanlage. Im Hinblick auf ihren quasi-sicheren Charakter erfüllen Anleihen der öffentlichen Hand in Deutschland weitestgehend die Forderung der Risikofreiheit.

## 5.3 ABLEITUNG DES KAPITALISIERUNGSSINSSATZES (2/4)

Die Eigenkapitalkosten der Enapter Gruppe wurden anhand des Capital Asset Pricing Modells ermittelt. Dabei wurde der empfohlenen Vorgehensweise des IDW zum Bewertungsstichtag ein Basiszins von 0,00%.

### Basiszinssatz (Fort.)

- Zur Beachtung der Laufzeitäquivalenz bei der Bewertung von Unternehmen mit einer zeitlich unbegrenzten Lebensdauer wären grundsätzlich zeitlich ebenfalls unbegrenzte Anleihen der öffentlichen Hand heranzuziehen.
- Da solche ewigen Anleihen jedoch nicht vorliegen bzw. nicht gehandelt werden, werden entsprechend den methodischen Empfehlungen des IDW Zinsstrukturkurven als Ausgangsbasis herangezogen. Zinsstrukturkurven bilden den Zusammenhang zwischen Zinssätzen und Laufzeiten ab, wie er für Zerobonds ohne Kreditausfallrisiko gelten würde. Da Staatsanleihen in der Regel so genannte Kuponanleihen sind, die durch einen jährlich fixen endlichen Zahlungsstrom geprägt sind, können solche Anleiherenditen nicht unmittelbar für Unternehmensbewertungen herangezogen werden. Aus diesem Grund haben wir, den Empfehlungen des IDW folgend, von der Deutschen Bundesbank veröffentlichte Zinsstrukturdaten herangezogen, welche nach der sog. Svensson Methode ermittelt wurden. Anhand der Svensson Methode lassen sich Zinssätze für hypothetische Zero-Bonds ableiten und auf Tagesbasis Zinsstrukturkurven auf Basis der am Markt gehandelten Bundesanleihen mit Restlaufzeiten von 30 Jahren schätzen. Für jenseits der 30 Jahre liegende Restlaufzeiten kann vor dem Hintergrund der Prognoseunsicherheit und der begrenzten Verwendbarkeit der Parameter der Schätzfunktion der Deutschen Bundesbank im Rahmen einer Extrapolation für weiter in der Zukunft liegende Zinsprognosen im Regelfall der für eine Restlaufzeit von 30 Jahren durchschnittlich ermittelte Zerobond-Zinssatz als nachhaltiger Schätzwert angesetzt werden.
- Den Vorschlägen des IDW folgend, haben wir den einheitlichen Basiszinssatz anhand des Mittelwertes für die drei vor dem Bewertungsstichtag liegenden Monate auf Tagesbasis abgeleitet.
- Nach der beschriebenen Vorgehensweise und unter Beachtung der Struktur der zu bewertenden finanziellen Überschüsse haben wir finanzmathematisch einen barwertäquivalenten, einheitlichen Zinssatz vor persönlichen Ertragsteuern ermittelt und diesen kaufmännisch auf volle 0,1-Prozentpunkte gerundet. Es ergibt sich ein Zinssatz von **0,0% vor** persönlichen Steuern.

### Risikozuschlag

- Aufgrund des höheren Risikos der Investition in ein Unternehmen im Vergleich zum Kauf einer risikolosen Anleihe der öffentlichen Hand ist der veranschlagte Basiszinssatz um einen Risikozuschlag zu erhöhen. Bei der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts ist zur Ableitung des Risikozuschlages nicht auf die subjektive Risikoeinstellung einzelner Unternehmenseigner, sondern auf das allgemeine Verhalten des Marktes abzustellen.
- Die Unsicherheit über die künftigen finanziellen Überschüsse lassen sich die Marktteilnehmer durch Risikozuschläge auf den Zinssatz einer risikolosen Anlage abgelten. Der unternehmensspezifische Risikozuschlag resultiert aus der Multiplikation der Marktrisikoprämie (Überrendite einer Investition in die durchschnittliche Alternativenanlage gegenüber dem Basiszins) mit dem individuellen Risikomaß des zu bewertenden Unternehmens (sog. Betafaktor).

### Marktrisikoprämie

- Die Marktrisikoprämie entspricht grundsätzlich der Differenz aus der Rendite eines Marktportfolios und einer quasi-risikolosen Wertpapieranlage und stellt praktisch die vergütete Überrendite dar, die für die Anlage in riskante Wertpapiere gegenüber quasi-risikolosen Anlagen vom Markt gewährt wird.
- Verschiedene Kapitalmarktuntersuchungen zu langjährigen Betrachtungszeiträumen haben gezeigt, dass in der Vergangenheit höhere Renditen bei Investitionen in Aktien erzielt werden konnten als bei Anlagen in risikoarme Gläubigerpapiere.
- Bis zum Jahr 2012 basierten die Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertung („FAUB“) des IDW hinsichtlich sachgerechter Bandbreiten von Marktrisikoprämien ebenfalls auf historischen Durchschnittswerten, die um langfristige Trendentwicklungen angepasst wurden. Bei dieser Vorgehensweise wurde jedoch davon ausgegangen, dass die für die Vergangenheit gemessene Differenz zwischen realisierten Marktrenditen und der risikofreien Rendite unter Berücksichtigung langfristiger Trendentwicklungen ein guter Schätzer für die erwartete Marktrisikoprämie ist.

## 5.3 ABLEITUNG DES KAPITALISIERUNGSSINSSATZES (3/4)

Die Eigenkapitalkosten der Enapter Gruppe wurden anhand des Capital Asset Pricing Models ermittelt. Aufgrund des weiterhin anhaltenden Niedrigzinsniveaus haben wir eine Marktrisikoprämie in Höhe von 8,0% angesetzt und orientieren uns somit am oberen Ende der vom IDW empfohlenen Bandbreite.

### Marktrisikoprämie (Fort.)

- Als Folge der Finanz- und Schuldenkrise ist die Situation an den Kapitalmärkten jedoch u.a. dadurch gekennzeichnet, dass die Renditen langlaufender deutscher Staatsanleihen wesentlich unterhalb der historischen Werte notieren. Ein unreflektierter Ansatz von Marktrisikoprämien, die auf Basis von vergangenheitsbezogenen Daten ermittelt wurden, würde eine nachhaltig reduzierte Gesamtrenditeerwartung der Kapitalmarktteilnehmer implizieren. Der FAUB stellte in diesem Zusammenhang fest, dass Marktbeobachtungen und Kapitalmarktstudien sowie auf Prognosen von Finanzanalysten und Ratingagenturen basierende ex ante-Analysen zu sogenannten implizit ermittelten Marktrisikoprämien nahe legen, dass die Risikotoleranz von Kapitalmarktteilnehmern u.a. wegen besserer Diversifikationsmöglichkeiten gestiegen sind und somit eine nachhaltig reduzierte Gesamtrenditeerwartung der Kapitalmarktteilnehmer unplausibel erscheint.
- Der Fachausschuss für Unternehmensbewertung (FAUB) des IDW hält es für sachgerecht, sich bei der Bemessung der Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern an einer Bandbreite von 6,0% bis 8,0% zu orientieren (Verlautbarung vom 25. Oktober 2019).
- Vor diesem Hintergrund haben wir eine Marktrisikoprämie von 8,0% angesetzt und uns aufgrund des anhaltenden Niedrigzinsniveaus am oberen Ende der Bandbreite des IDW orientiert.

### Betafaktor

- Die Berechnung des Betafaktors kann für unterschiedliche Betrachtungszeiträume, Renditeintervalle und Aktienindizes durchgeführt werden. In der Bewertungspraxis werden die Betafaktoren in der Regel auf Basis monatlicher Renditen für einen Fünf-Jahres-Zeitraum oder wöchentlicher Renditen für einen Zwei-Jahres-Zeitraum abgeleitet. Zudem wird in der Regel ein globaler oder ein lokaler Aktienindex für die Regression herangezogen.

### Betafaktor (Fort.)

- Bei den so ermittelten Betafaktoren handelt es sich um Betafaktoren verschuldeter Unternehmen. Nach herrschender Meinung ist davon auszugehen, dass ein hoher Verschuldungsgrad grundsätzlich mit einem hohen finanziellen Risiko für das Eigenkapital verbunden ist und dass ein solcher deshalb höhere Risikozuschläge (für das Eigenkapital) nach sich zieht. Um die Vergleichbarkeit mit dem Bewertungsobjekt herzustellen, werden die erhobenen Betafaktoren daher um das jeweilige Kapitalstrukturrisiko bereinigt („unlevern“) und anschließend an das Kapitalstrukturrisiko des Bewertungsobjekts angepasst („relevern“).
- Zur Ableitung der Betafaktoren der Vergleichsunternehmen haben wir auf Kapitalmarktdaten des Finanzinformationssystems S&P Capital IQ zurückgegriffen. Bezüglich der Auswahl der Gruppe von Vergleichsunternehmen bietet sich grundsätzlich ein Vergleich mit börsennotierten Unternehmen der gleichen Branche an, die ähnliche Produkte anbieten und vergleichbaren Marktstrukturen unterliegen. Um diese Unternehmen zu identifizieren, wurden diejenigen Unternehmen herangezogen, die in einem funktionierenden Kapitalmarkt gelistet sind und deren Geschäftsumfeld zu einem nicht unwesentlichen Maß mit Enapter Gruppe vergleichbar ist.
- Es wurden nur solche Betafaktoren berücksichtigt, die gemäß unserer Analyse der Liquidität und statistischen Signifikanz als belastbar eingestuft wurden. Trotz dieses systematischen Auswahlprozesses verbleiben naturgemäß Unterschiede im Produktportfolio der Peer Group Unternehmen und der Enapter Gruppe. Eine vollständige Vergleichbarkeit von Peer Group Unternehmen mit einem zu bewertenden Unternehmen ist regelmäßig nicht erreichbar.
- Die ausgewählten Vergleichsunternehmen sind jedoch wie die Enapter Gruppe ebenfalls im Bereich „hydrogen“ und „fuel cells“, also im Bereich Wasserstoff und damit verbundener Energiespeicherung tätig. Vor diesem Hintergrund halten wir das durchschnittliche operative Risiko der ausgewählten Peer Group Unternehmen mit dem operativen Risiko der Enapter Gruppe für vergleichbar. Anhand der Peer Group haben wir auf Basis einer 5-Jahresbetrachtung von monatlichen Renditen einen durchschnittlichen, **unverschuldeten Betafaktor i.H.v. 0,99** abgeleitet (siehe Anhang 1). Dieser unverschuldete Betafaktor wurde dann anhand der planjahrspezifischen Kapitalstruktur der ENAPTER zu Marktwerten „relevered“ um das Kapitalstrukturrisiko zu berücksichtigen.

## 5.3 ABLEITUNG DES KAPITALISIERUNGSSINSSATZES (4/4)

Die Eigenkapitalkosten der Enapter Gruppe wurden anhand des Capital Asset Pricing Models ermittelt. Der Wachstumsabschlag wurde nachhaltig mit 1,5% angesetzt. Die sich ergebenden Eigenkapitalkosten liegen zwischen 8% und 9%.

### Wachstumsabschlag

- Wachstumspotentiale werden für die Phase der ewigen Rente bewertungstechnisch durch einen Wachstumsabschlag im Kapitalisierungszinssatz berücksichtigt. Im Hinblick auf die zukünftigen Wachstumsaussichten erachten wir ein jährliches Wachstum der den Anteilseignern zuzuordnenden finanziellen Überschüsse und damit einen **Wachstumsabschlag von 1,5%** für angemessen.

### Zusammenfassende Darstellung der Eigenkapitalkosten

- Auf Basis der zuvor erläuterten Kapitalmarktdaten sowie der gewählten Bewertungsansätze ergeben sich die nachfolgend dargestellten Eigenkapitalkosten:

Enapter Gruppe | Ermittlung der Eigenkapitalkosten

in %	2020 Plan	2021 Plan	2022 Plan	2023 Plan	2024 Plan	2025 Plan	2026 Plan	TV Plan
<b>Eigenkapitalkosten</b>								
Risikoloser Zinssatz	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Marktrisikoprämie	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
Beta relevered	0.99	0.99	0.99	1.14	1.13	1.08	1.00	0.99
<i>Beta unlevered</i>	0.99	0.99	0.99	0.99	0.99	0.99	0.99	0.99
<i>Verschuldungsgrad (D/E)</i>	0.0%	0.0%	0.0%	14.8%	14.4%	9.0%	1.1%	0.0%
<b>Eigenkapitalkosten (vor Wachstumsabschlag)</b>	<b>7.9%</b>	<b>7.9%</b>	<b>7.9%</b>	<b>9.1%</b>	<b>9.1%</b>	<b>8.6%</b>	<b>8.0%</b>	<b>7.9%</b>
<b>Wachstumsabschlag Ewige Rente</b>								<b>-1.5%</b>
<b>Eigenkapitalkosten (nach Wachstumsabschlag)</b>	<b>7.9%</b>	<b>7.9%</b>	<b>7.9%</b>	<b>9.1%</b>	<b>9.1%</b>	<b>8.6%</b>	<b>8.0%</b>	<b>6.4%</b>

Quelle: Analyse Rödl & Partner

## 5.4 ERTRAGSWERTVERFAHREN (1/2)

Zum Bewertungsstichtag 8. Oktober 2020 ergibt sich für die Enapter Gruppe eine indikative Wertuntergrenze von MEUR 30,9. Wachstumspotenziale bei der Produktion von grünem Wasserstoff wurden über das Jahr 2026 hinaus nicht berücksichtigt.

### Enapter Gruppe | Ermittlung der indikativen Wertuntergrenze

in TEUR	Phase I - Management Planung							Phase II
	2020 Plan	2021 Plan	2022 Plan	2023 Plan	2024 Plan	2025 Plan	2026 Plan	Ewige Rente
<b>I. Ermittlung der zu diskontierenden Nettoausschüttung</b>								
<b>EBITDA</b>	-5,075	-5,689	-3,088	4,254	10,919	16,753	24,939	25,313
Abschreibungen	-2	-1,433	-4,776	-4,788	-4,852	-4,980	-5,108	-4,341
<b>EBIT</b>	-5,077	-7,122	-7,864	-534	6,067	11,773	19,831	20,972
Finanzergebnis	0	0	-478	-983	-850	-391	-46	0
<b>EBT</b>	-5,077	-7,122	-8,342	-1,517	5,217	11,382	19,784	20,972
Effektive Steuerquote	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9.7%	10.9%	12.9%	30.0%
Ertragsteuern	0	0	0	0	-506	-1,246	-2,546	-6,291
<b>Jahresergebnis</b>	-5,077	-7,122	-8,342	-1,517	4,711	10,136	17,238	14,680
Ausschüttungsquote	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	80.0%	100.0%
Ausfallwahrscheinlichkeit	-	-	-	-	-	-	-5,103	-5,432
<b>Ausschüttung</b>	-	-	-	-	-	-	8,688	9,248
Kapitalerhöhung	-7,000	-60,000	-	-	-	-	-	-
Zu diskontierende <b>Nettoausschüttung</b>	-7,000	-60,000	0	0	0	0	8,688	9,248

### II. Ermittlung der indikativen Wertuntergrenze des Eigenkapitals

<b>Zu diskontierende Nettoausschüttung</b>	-7,000	-60,000	0	0	0	0	8,688	9,248
Eigenkapitalkosten	7.9%	7.9%	7.9%	9.1%	9.1%	8.6%	8.0%	6.4%
Barwertfaktor	0.93	0.86	0.80	0.73	0.67	0.62	0.57	8.89
<b>Barwert Nettoausschüttung</b>	-6,487	-51,522	-	-	-	-	4,954	82,216

Wert des Eigenkapitals zum 31.12.2019	29,161
Aufzinsungsfaktor	1.06
<b>Wert des Eigenkapitals zum 8.10.2020</b>	<b>30,929</b>
<b>Wert je Aktie in EUR</b>	<b>1.55</b>

Quelle: Analyse Rödl & Partner

In der nebenstehenden Tabelle ist die Ableitung der indikativen Wertuntergrenze des Eigenkapitals der Enapter Gruppe auf Basis des Ertragswertverfahrens zum 8. Oktober 2020 dargestellt. Im Folgenden werden die wesentlichen Prämissen kurz erläutert:

- Die Entwicklung des **EBITDA** entspricht bis 2026 den Planungen des Managements. Nachhaltig wurde ein Wachstum von 1,5% p.a. unterstellt. Darüber hinaus mögliches Wachstum wurde explizit nicht berücksichtigt.
- Die **Abschreibungen** wurden auf Basis der Nutzungsdauern der wesentlichen Investitionen abgeleitet. Zur Erhaltung der Anlagensubstanz wurde auf Basis der Investitionsplanung und der Reinvestitionszyklen nachhaltig eine **Reinvestitionsrate** von MEUR 4,3 unterstellt.
- Das **Finanzergebnis** wurde integriert auf Basis des ermittelten Finanzierungsbedarfs und Kapitalmarktdaten abgeleitet.
- Die **Steuerplanung** unterstellt, dass die Enapter Gruppe in Deutschland steuerpflichtig ist (nominaler Steuersatz von 30%). Aufgrund der unterstellten Kongruenz zwischen Handels- und Steuerbilanz wird unterstellt, dass es im Zeitraum 2020 bis 2023 zu einem Aufbau steuerlicher Verlustvorträge kommt. Diese werden bis 2026 aufgezehrt.
- Für die Planjahre 2020 bis 2025 wurde keine **Ausschüttung** angenommen. In 2026 wird eine teilweise Thesaurierung zur Rückführung von Darlehen unterstellt. Ab 2027 und somit im Zeitraum der Ewigen Rente wird eine Vollausschüttung unterstellt.
- Die geplanten Ausschüttung wurden um empirisch beobachtbare **Ausfallrisiken** bei Venture Capital Unternehmen gemindert (37%).
- Zur Finanzierung des zukünftigen Wachstums der Gesellschaft wurden in 2020 und 2021 **Eigenkapitalerhöhungen** von MEUR 67 geplant.
- Die **indikative Wertuntergrenze** des Eigenkapitals der Enapter Gruppe beträgt zum technischen Bewertungsstichtag 31. Dezember 2019 MEUR 29,2. Zum ökonomischen Bewertungsstichtag 8. Oktober 2020 beträgt die indikative Wertuntergrenze von **MEUR 30,9** und somit **EUR 1,55 je Aktie**.

## 5.4 ERTRAGSWERTVERFAHREN (2/2)

Zum Bewertungsstichtag 8. Oktober 2020 ergibt sich für die Enapter Gruppe eine indikative Wertuntergrenze von MEUR 30,9. Wachstumspotenziale bei der Produktion von grünem Wasserstoff wurden über das Jahr 2026 hinaus nicht berücksichtigt.

### Enapter Gruppe | Ermittlung der indikativen Wertuntergrenze

in TEUR	Phase I - Management Planung							Phase II
	2020 Plan	2021 Plan	2022 Plan	2023 Plan	2024 Plan	2025 Plan	2026 Plan	Ewige Rente
<b>I. Ermittlung der zu diskontierenden Nettoausschüttung</b>								
<b>EBITDA</b>	-5,075	-5,689	-3,088	4,254	10,919	16,753	24,939	25,313
Abschreibungen	-2	-1,433	-4,776	-4,788	-4,852	-4,980	-5,108	-4,341
<b>EBIT</b>	<b>-5,077</b>	<b>-7,122</b>	<b>-7,864</b>	<b>-534</b>	<b>6,067</b>	<b>11,773</b>	<b>19,831</b>	<b>20,972</b>
Finanzergebnis	0	0	-478	-983	-850	-391	-46	0
<b>EBT</b>	<b>-5,077</b>	<b>-7,122</b>	<b>-8,342</b>	<b>-1,517</b>	<b>5,217</b>	<b>11,382</b>	<b>19,784</b>	<b>20,972</b>
Effektive Steuerquote	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9.7%	10.9%	12.9%	30.0%
Ertragsteuern	0	0	0	0	-506	-1,246	-2,546	-6,291
<b>Jahresergebnis</b>	<b>-5,077</b>	<b>-7,122</b>	<b>-8,342</b>	<b>-1,517</b>	<b>4,711</b>	<b>10,136</b>	<b>17,238</b>	<b>14,680</b>
Ausschüttungsquote	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	80.0%	100.0%
Ausfallwahrscheinlichkeit	-	-	-	-	-	-	-5,103	-5,432
<b>Ausschüttung</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>8,688</b>	<b>9,248</b>
Kapitalerhöhung	-7,000	-60,000	-	-	-	-	-	-
Zu diskontierende Nettoausschüttung	-7,000	-60,000	0	0	0	0	8,688	9,248
<b>II. Ermittlung der indikativen Wertuntergrenze des Eigenkapitals</b>								
Zu diskontierende Nettoausschüttung	-7,000	-60,000	0	0	0	0	8,688	9,248
Eigenkapitalkosten	7.9%	7.9%	7.9%	9.1%	9.1%	8.6%	8.0%	6.4%
Barwertfaktor	0.93	0.86	0.80	0.73	0.67	0.62	0.57	8.89
<b>Barwert Nettoausschüttung</b>	<b>-6,487</b>	<b>-51,522</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>4,954</b>	<b>82,216</b>
Wert des Eigenkapitals zum 31.12.2019	29,161							
Aufzinsungsfaktor	1.06							
<b>Wert des Eigenkapitals zum 8.10.2020</b>	<b>30,929</b>							
<b>Wert je Aktie in EUR</b>	<b>1.55</b>							

Quelle: Analyse Rödl & Partner

Die indikative Wertabschätzung ist aufgrund nachfolgender Sachverhalte als indikative Wertuntergrenze zu verstehen:

- Kein mengeninduziertes Wachstum über das GJ26 hinaus damit eine technische Fortschreibung der Auslastung des Produktionsstandortes von ca. 57%;
- Nachhaltiges Umsatzwachstum von lediglich 1,5% p.a. ab GJ26, ohne Berücksichtigung des weiteren Wachstumspotenzials des Markts für grünen Wasserstoff;
- Berücksichtigung eines empirisch beobachtbaren Ausfallrisikos der zukünftigen Zahlungsströme von rd. 37% p.a. bei Venture-Capital Unternehmen.

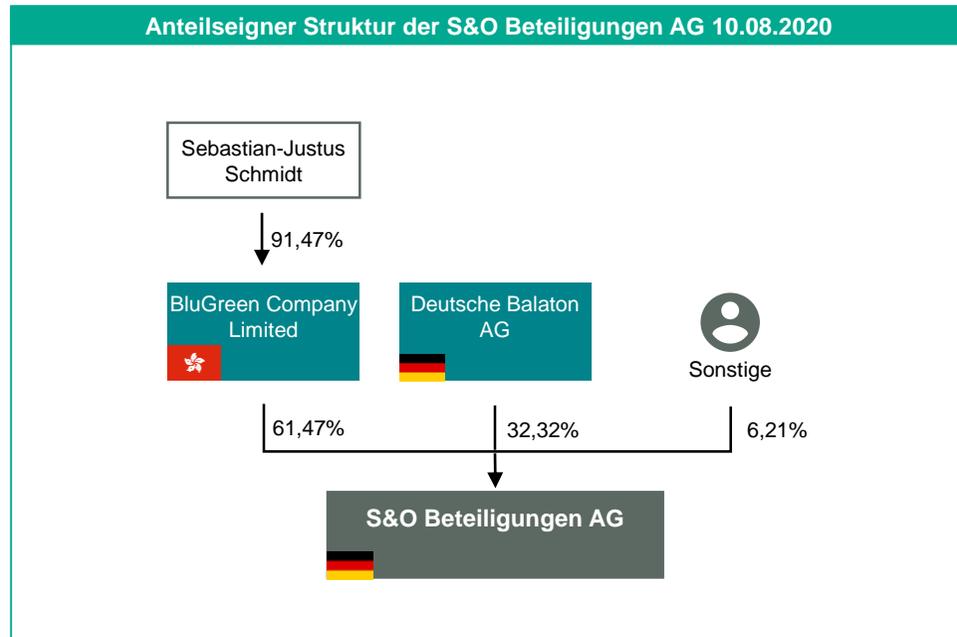
## 6. INDIKATIVE WERTABSCHÄTZUNG DER S&O BETEILIGUNGEN

---

- 6.1 Beschreibung der S&O Beteiligungen
- 6.2 Ertrags- und Vermögenslage
- 6.3 Analyse Börsenkurs

# 6.1 BESCHREIBUNG DER S&O BETEILIGUNGEN

Die S&O Beteiligungen ist ein börsennotiertes Unternehmen, welches als Beteiligungsgesellschaft mit Fokus auf börsennotierte und nicht börsennotierte Beteiligungen mit einem guten Chance-/Risiko Verhältnis fungiert.



Gegenstand der S&O Beteiligungen ist laut Handelsregister das Errichten und Betreiben von Anlagen zur regenerativen Energieversorgung einschließlich aller hierfür erforderlichen Dienstleistungs- und Handelsgeschäfte, ferner das Eingehen, Halten und Verwalten von Beteiligungen an Unternehmen aller Art. Die Aktie der Gesellschaft wird im General Standard gehandelt und ist im CDAX enthalten.

- Die S&O Beteiligungen hieß ursprünglich „S&O Agrar“ und hat unter ihrer ursprünglichen Firma ein Insolvenzverfahren durchlaufen. Mit Beschluss des Amtsgerichts Leipzig vom 14. Juni 2019 wurde das Insolvenzverfahren über das Vermögen der S&O Agrar AG aufgehoben. Der Insolvenzplan sieht vor, das Unternehmen wieder als Beteiligungsgesellschaft fortzuführen, nachdem mit mehreren Kapitalerhöhungen frisches Geld eingesammelt wurde.
- Auf der Hauptversammlung vom 06. Dezember 2019 wurde beschlossen, dass der Name der Gesellschaft S&O Agrar in S&O Beteiligungen AG geändert und der Sitz von Leipzig nach Heidelberg verlegt wird
- Die Änderungen wurden am 10. Januar 2020 ins Handelsregister eingetragen. Die Gesellschaft wird fortan beim Handelsregister Mannheim als S&O Beteiligungen AG unter der Nummer HRB 735361 geführt.
- Die BluGreen Company hält 61,47% der Stimmrechte und des Grundkapitals an der S&O Beteiligungen AG und ist neben der Deutschen Balaton AG der größte Anteilseigner

## 6.2 ERTRAGS- UND VERMÖGENSLAGE

Die S&O Beteiligungen AG erzielte im Betrachtungszeitraum keine operativen Erträge. Nachhaltig geht die Gesellschaft von operativen Aufwendungen von TEUR 150 p.a. aus. Die Vermögenslage der Gesellschaft ist ausreichend um diesen Verpflichtungen nachzukommen. Die Entwicklung der Wertpapiere ist zum Bewertungsstichtag positiv.

### S&O Beteiligungen - Entwicklung Ertragslage

in TEUR	2019* YTD06/20	
	Ist	Ist
Umsatzerlöse	-	-
<b>Gesamtleistung</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
sonstige betriebliche Erträge	76	49
Personalaufwand	-11	-34
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-56	-87
<b>EBITDA</b>	<b>9</b>	<b>-73</b>
Abschreibungen	-	-
<b>EBIT</b>	<b>9</b>	<b>-73</b>
Finanzergebnis	-1	-53
<b>EBT</b>	<b>8</b>	<b>-125</b>

\* Rumpfwirtschaftshalbjahr beginnend am 15.06.2019 nach Beendigung des Insolvenzverfahrens

Quelle: Managementinformation; Analyse Rödl & Partner

In der obenstehenden Tabelle ist die Ertragslage des Rumpfgeschäftsjahres 2019 bis H1-2020 auf Basis der Finanzinformationen dargestellt. Im Folgenden werden die wesentlichen Posten der Gewinn- und Verlustrechnung kurz erläutert:

- Die S&O Beteiligungen ist keine produzierende Gesellschaft und betreibt keinen Handel, daher werden keine **Umsätze** generiert.
- Die **sonstigen betrieblichen Erträge** resultieren sowohl in 2019 als auch 2020 aus nicht regelmäßig wiederkehrenden Erträgen aus der Auflösung von Rückstellungen oder dem Verkauf von Wertpapieren.
- Die **sonstigen betrieblichen Aufwendungen** sind ebenfalls maßgeblich durch außergewöhnliche Geschäftsvorfälle beeinflusst.

Das Management der Gesellschaft geht nachhaltig von operativen Aufwendungen von TEUR 150 p.a. aus. Sonstige betriebliche Erträge aus Aktienverkäufen sind nicht geplant.

### S&O Beteiligungen - Entwicklung der Vermögenslage

in TEUR	Dez 19* Jun 20	
	Ist	Ist
<b>AKTIVA</b>		
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>1.165</b>	<b>1.057</b>
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	265	473
Kassenbestand, Guthaben bei Kreditinstituten	901	584
<b>Summe AKTIVA</b>	<b>1.165</b>	<b>1.057</b>
<b>PASSIVA</b>		
<b>Eigenkapital</b>	<b>870</b>	<b>745</b>
Gezeichnetes Kapital	1.238	1.238
Bilanzverlust	-368	-493
<b>Rückstellungen</b>	<b>24</b>	<b>57</b>
Sonstige Rückstellungen	24	57
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>272</b>	<b>256</b>
Verbindlichkeiten aus L.u.L.	128	125
Verbindlichkeiten gegen verbundene Unternehmen	130	130
Sonstige Verbindlichkeiten	14	1
<b>Summe PASSIVA</b>	<b>1.165</b>	<b>1.057</b>

\* Rumpfwirtschaftshalbjahr beginnend am 15.06.2019 nach Beendigung des Insolvenzverfahrens

Quelle: Managementinformation; Analyse Rödl & Partner

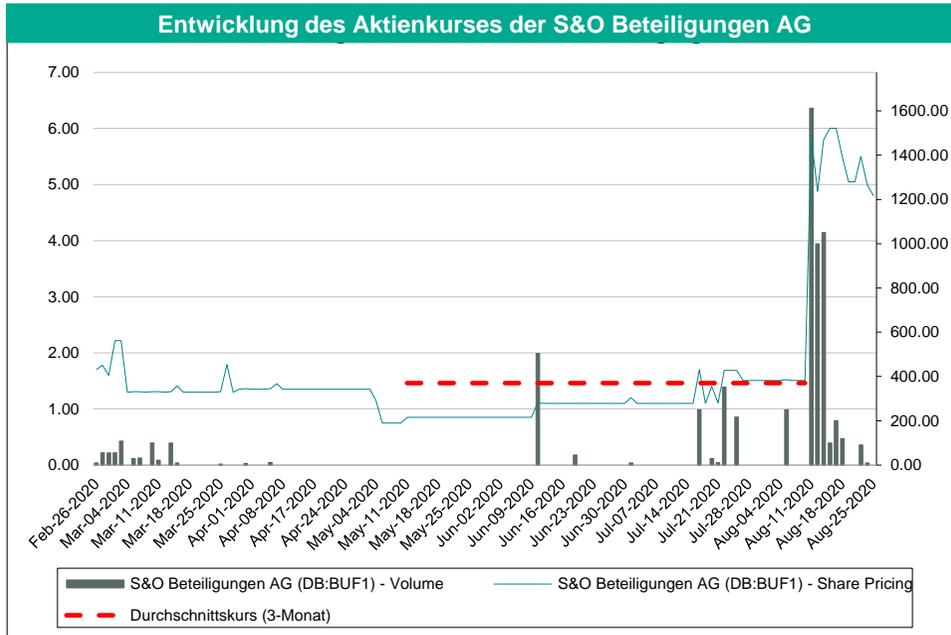
In der obenstehenden Tabelle ist die Vermögenslage zum Jahresende 2019 bzw. Juni 2020 dargestellt. Im Folgenden werden die wesentlichen Bilanzpositionen kurz erläutert:

- Die **Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände** betragen per Juni 2020 insgesamt TEUR 473 und sind durch das Aktiendepot der Gesellschaft geprägt.
- Das **Eigenkapital** zum 30. Juni 2020 i.H.v. TEUR 745 setzte sich wie folgt zusammen:
  - TEUR 1.238 Gezeichnetes Kapital (1.237.800 Inhaberstückaktien)
  - TEUR -493 Bilanzverlust
- Die **Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen** betragen zum 30. Juni 2020 insgesamt TEUR 125.

Sofern man das Eigenkapital per Juni 2020 als Obergrenze des „**Net Asset Value**“ definiert (ohne Berücksichtigung der zukünftig erwarteten operativen Verluste), würde sich für die die ausgegebenen Aktien (1.237.800) ein **Kurs je Aktie von EUR 0,60** ergeben.

## 6.3 ANALYSE BÖRSENKURS

Auf Basis unserer Analysen kommen wir zu dem Ergebnis, dass der Börsenkurs der S&O Beteiligungen AG im Drei-Monats-Zeitraum vor der Bekanntgabe der Kapitalerhöhung (10. August 2020) nicht den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt. Aus Gründen des Minderheitenschutzes haben wir diesen Börsenkurs dennoch herangezogen, da er den „Net Asset Value“ der Gesellschaft übersteigt.



- Die Aktien der S&O Beteiligungen AG sind unter der ISIN DE000A255G02 (WKN A255G0) zum Handel im regulierten Markt an der Frankfurter, Berliner und Düsseldorfer Wertpapierbörse zugelassen und werden im Freiverkehr an der Börse Stuttgart gehandelt. In der nebenstehenden Grafik sind der Verlauf des Börsenkurses auf Basis der Handelstage sowie die Handelsvolumina der letzten Monate dargestellt (25. August 2020 bis 22. Mai 2020).
- Der Aktienkurs kann nach Beschluss des BGH (Beschluss des Bundesverfassungsgerichts vom 27. April 1999 - 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289 ff.; Beschluss des BGH vom 12. März 2001 - II ZB 15/00, BGHZ 147, 108 ff.) nicht als Verkehrswert herangezogen werden, wenn über einen längeren Zeitraum mit den Aktien der Gesellschaft kein Handel oder lediglich ein eingeschränkter Handel mit nur geringen Handelsvolumina stattgefunden hat.
- Zudem muss der Aktienkurs den Verkehrswert der Aktie darstellen und darf nicht durch etwaige Sonderfaktoren wie z.B. eine Marktenge verzerrt sein. Ein Indikator für eine Marktenge kann ein erhöhter Bid-Ask-Spread, also die Differenz zwischen Kauf- und Verkaufsgeboten auf dem Markt sein. In dem relevanten Zeitraum von drei Monaten vor Bekanntgabe der Kapitalerhöhung am 10. August 2020 wurden die Aktien der S&O Beteiligungen AG lediglich an zehn von insgesamt 65 Handelstagen gehandelt. Der Bid-Ask-Spread bewegt sich in diesem Zeitraum zwischen 0,71% und 309,1% (Durchschnitt 79,04%). Bei liquiden Aktien liegt dieser Wert typischerweise unter 1,0%.
- Vor diesem Hintergrund haben wir geprüft inwiefern die Bewertung der S&O Beteiligungen AG mit Hilfe des „Net Asset Value“ für die Anteilseigner der Gesellschafter einen höheren Wert je Aktie ergibt.
- Der „**Net Asset Value**“ der S&O Beteiligungen AG kann mit dem Eigenkapital per Juni 2020 gleichgesetzt werden. Erwartete zukünftige operative Verluste würden nicht erfasst werden, so dass dieser Wert einem Maximalbetrag entspricht. Auf Basis dieser Überlegungen würde sich für die ausgegebenen Aktien (1.237.800) ein **Kurs je Aktie von EUR 0,60** ergeben.
- Aus Gründen des Minderheitenschutzes haben wir daher für die Beurteilung der Angemessenheit des Austauschverhältnisses den Börsenkurs von **EUR 1,46** je Aktie herangezogen.

# APPENDIX

---

- 1 Ableitung Betafaktoren
- 2 Discounted Cash Flow Valuation
- 3 Abkürzungsverzeichnis
- 4 Allgemeine Auftragsbedingungen

# A1 ABLEITUNG BETAFAKTOREN (1/2)

Kriterium	Vorgehensweise	Anzahl der Peers
<b>Industrie</b>	<p>Industrieklassifikation basierend auf der <b>Industrie</b> sowie den <b>Wettbewerbern der Enapter Gruppe</b> in Capital IQ</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– Industrie: <ul style="list-style-type: none"> <li>– “Electrical Components and Equipment”</li> <li>– “Heavy Electrical Equipment”</li> <li>– “Industrial Machinery”</li> </ul> </li> </ul>	2.461
<b>Selektion</b>	<p>Eingrenzung der Unternehmen basierend auf weiteren Kriterien:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– Nur börsennotierte Unternehmen</li> <li>– Suchbegriffen in der Beschreibung des Geschäftsmodells: „Fuel Cell“ oder „Hydrogen“</li> </ul>	71 (-2.390)
<b>Geschäftsmodell</b>	<p><b>Analyse des Geschäftsmodells</b> basierend auf der Beschreibung des Datenanbieters “S&amp;P Capital IQ” sowie öffentlich verfügbarer Daten zu den jeweiligen Unternehmen (bspw. Homepage).</p>	23 (-48)

# A1 ABLEITUNG BETAFAKTOREN (2/2)

## ENAPTER GmbH - Peer Group

Nr.	Unternehmen	Land	Kurzbeschreibung Geschäftsmodell
1	ITM Power Plc	United Kingdom	ITM Power Plc entwickelt und produziert integrierte Wasserstoff-Energielösungen für die Energiespeicherung und saubere Kraftstoffherstellung. Das Unternehmen verfügt über eine Reihe von Produktplattformen, die auf der Proton Exchange Membrane (PEM)-Technologie basieren.
2	McPhy Energy S.A.	France	McPhy Energy ist auf die Herstellung und Vermarktung von Anlagen zur Herstellung und Speicherung von Wasserstoff in Form von Feststoff aus der Wasserelektrolyse spezialisiert. Die Gruppe bietet auch Elektrolyseure, Speicherbehälter sowie integrierte Lösungen für den Energie-, Industrie- und
3	Nel ASA	Norway	Nel ASA, ehemals Diagenic ASA, ist im Bereich der Ausrüstung und Dienstleistungen für erneuerbare Energien tätig. Das Unternehmen liefert Lösungen zur Herstellung, Speicherung und Verteilung von Wasserstoff aus erneuerbaren Energien.
4	Ballard Power Systems Inc.	Canada	Ballard Power Systems Inc. ist ein kanadischer Entwickler von Brennstoffzellenprodukten mit Protonenaustauschmembran (PEM).
5	Plug Power Inc.	United States	Plug Power Inc. ist ein Anbieter von alternativen Energietechnologien, der sich auf die Entwicklung, Entwicklung, Kommerzialisierung und Herstellung von Wasserstoff-Brennstoffzellensystemen für den industriellen Offroad-Markt und den stationären Energiemarkt konzentriert.
6	FuelCell Energy, Inc.	United States	Fuelcell Energy, Inc. liefert Brennstoffzellenstromlösungen. Das Unternehmen beschäftigt sich mit der Entwicklung, Herstellung, Installation, dem Betrieb und der Wartung von Brennstoffzellenstromlösungen.
7	Ceres Power Holdings plc	United Kingdom	Ceres Power Holdings PLC beschäftigt sich mit der Entwicklung und Kommerzialisierung seiner Brennstoffzellentechnologie.
8	PowerCell Sweden AB (publ)	Sweden	Powercell Sweden AB (publ) beschäftigt sich mit der Entwicklung, Herstellung und dem Vertrieb von Antriebssystemen mit Brennstoffzellen- und Reformertechnologie. Die möglichen Anwendungen der Produkte umfassen Telekommunikation, Transport, Energieversorgung von Gebäuden und Militär.
9	SFC Energy AG	Germany	Die SFC Energy AG (SFC) entwickelt, produziert und vertreibt Brennstoffzellenprodukte auf der Basis der Direktmethanol-Brennstoffzellentechnologie (DMFC).
10	AFC Energy plc	United Kingdom	AFC Energy plc entwickelt alkalische Brennstoffzellensysteme, die Wasserstoff zur Stromerzeugung nutzen.
11	Bloom Energy Corporation	United States	Bloom Energy, Corp. ist ein Unternehmen, das Festoxid-Brennstoffzellentechnologie anbietet. Die Technologie des Unternehmens erzeugt vor Ort Strom aus mehreren Brennstoffquellen.
12	Ceramic Fuel Cells Limited	Australia	Ceramic Fuel Cells Limited entwickelt und vermarktet weltweit Produkte zur Stromerzeugung auf der Basis ihrer keramischen Festoxid-Brennstoffzellentechnologie (SOFC).
13	Doosan Fuel Cell Co., Ltd.	South Korea	Doosan Fuel Cell Co., Ltd. ist ein in Korea ansässiges Unternehmen, das sich hauptsächlich mit der Herstellung von Elektromotoren und Generatoren beschäftigt. Das Unternehmen betreibt Brennstoffzellensysteme und Brennstoffzellenstapel.
14	Hydrogenetics, Inc.	United States	Hydrogenetics, Inc. entwickelt und herstellt Produkte zur Wasserstoffherzeugung auf der Grundlage der Wasserelektrolyse-Technologie und Brennstoffzellenprodukte.
15	Hypower Fuel, Inc.	Canada	HyPower Fuel Inc. beschäftigt sich mit der Wasserstoffherzeugung und wasserstoffbezogenen Produkten. HyPower hat Technologien entwickelt, die sich darauf konzentrieren, die weltweite Abhängigkeit von fossilen Brennstoffen zu verringern.
16	Metacon AB (publ)	Sweden	Metacon AB (publ) ist ein Energie-Technologie-Unternehmen und bietet Energiesysteme für die Produktion von Wasserstoff, Elektrizität und Wärme aus Biogas an.
17	Millennium Cell, Inc.	United States	Millennium Cell Inc. beschäftigt sich mit der Entwicklung von Wasserstoff-Tankpatronentechnologie und -designs sowie von Wasserstoffbatterien, die aus einer Brennstoffzelle und der Wasserstoffspeichertechnologie des Unternehmens bestehen und in tragbaren elektronischen Geräten für den Militär-, Industrie-, Medizin- und Verbraucherelektronikmarkt eingesetzt werden.
18	myFC Holding AB (publ)	Sweden	myFC Holding AB (publ) ist im Bereich der Brennstoffzellentechnologie tätig. Die Technologie des Unternehmens erzeugt grüne Energie mittels Wasserstoff zum Aufladen und Ergänzen von Batterien.
19	Proton Motor Power Systems Pl	United Kingdom	Proton Motor Power Systems Plc, entwirft, entwickelt, fertigt und testet Brennstoffzellen und Brennstoffzellen-Hybridsysteme sowie die dazugehörigen technischen Komponenten. Das Unternehmen ist im Bereich der grünen Energie tätig.
20	S-Fuelcell co., Ltd.	South Korea	S-Fuelcell Co., Ltd. ist Hersteller von Brennstoffzellensystemen, Wasserstoffherzeugungssystemen und Brennstoffumwandlungsgeräten.
21	Terminus Energy, Inc.	United States	Terminus Energy, Inc. ist in der Entwicklungsphase und konzentriert sich auf die Entwicklung und den Verkauf von Produkten zur Stromerzeugung.
22	Trulite, Inc.	United States	Trulite Inc. ist ein Unternehmen für saubere Energieerzeugnisse. Das Unternehmen beschäftigt sich mit der Entwicklung und Produktion alternativer Energiequellen wie Solar-, Wasserstoff- und Brennstoffzellen.
23	Xinliwang International Holdings	United States	Xinliwang International Holdings Company Ltd. ist ein Energie-Technologie-Unternehmen, das umweltfreundliche Strom- und Energielösungen anbietet und entwickelt.

Quelle: S&P Capital IQ, Analyse Rödl & Partner.

# A2 DISCOUNTED CASH FLOW VALUATION

## Enapter Gruppe | Discounted Cash Flow

in TEUR	Phase I - Management Planung							Phase II
	2020 Plan	2021 Plan	2022 Plan	2023 Plan	2024 Plan	2025 Plan	2026 Plan	TV Plan

### I. Ermittlung der zu diskontierenden Free Cash Flow to Firm

<b>EBITDA</b>	<b>-5.075</b>	<b>-5.689</b>	<b>-3.088</b>	<b>4.254</b>	<b>10.919</b>	<b>16.753</b>	<b>24.939</b>	<b>25.313</b>
Abschreibungen	-2	-1.433	-4.776	-4.788	-4.852	-4.980	-5.108	-4.341
<b>EBIT</b>	<b>-5.077</b>	<b>-7.122</b>	<b>-7.864</b>	<b>-534</b>	<b>6.067</b>	<b>11.773</b>	<b>19.831</b>	<b>20.972</b>
Effektive Steuerquote	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	9,7%	10,9%	12,9%	30,0%
Ertragsteuern (fiktiv)	0	0	0	0	-588	-1.289	-2.552	-6.291
<b>Net Operating Profit Less Adjusted Taxed (NOPLAT)</b>	<b>-5.077</b>	<b>-7.122</b>	<b>-7.864</b>	<b>-534</b>	<b>5.479</b>	<b>10.485</b>	<b>17.279</b>	<b>14.680</b>
Abschreibungen	2	1.433	4.776	4.788	4.852	4.980	5.108	4.341
Investitionen	-31	-35.366	-64.032	-257	-1.023	-2.045	-2.045	-4.341
Veränderung Working Capital	-333	-817	31.688	-3.954	-3.084	-2.937	-3.421	-
<b>Free Cash Flow to Firm (FCFF)</b>	<b>-5.440</b>	<b>-41.872</b>	<b>-35.432</b>	<b>44</b>	<b>6.224</b>	<b>10.482</b>	<b>16.921</b>	<b>14.680</b>
Ausfallwahrscheinlichkeit	-	-	-	-	-	-	-5.103	-5.432
<b>Free Cash Flow to Firm (FCFF) nach Ausfallwahrscheinlichkeit</b>	<b>-5.440</b>	<b>-41.872</b>	<b>-35.432</b>	<b>44</b>	<b>6.224</b>	<b>10.482</b>	<b>11.818</b>	<b>9.248</b>

Quelle: Analyse Rödl & Partner

### II. Ermittlung der indikativen Wertuntergenze des Eigenkapitals

<b>Free Cash Flow to Firm (FCFF)</b>	<b>-5.440</b>	<b>-41.872</b>	<b>-35.432</b>	<b>44</b>	<b>6.224</b>	<b>10.482</b>	<b>11.818</b>	<b>9.248</b>
WACC nach Wachstumsabschlag	7,9%	8,2%	10,4%	8,7%	8,5%	8,2%	7,9%	6,5%
Barwertfaktor	0,93	0,86	0,78	0,71	0,66	0,61	0,56	8,69
<b>Barwert FCFF p.a.</b>	<b>-5.041</b>	<b>-35.844</b>	<b>-27.474</b>	<b>31</b>	<b>4.093</b>	<b>6.373</b>	<b>6.657</b>	<b>80.366</b>
Entity Value zum 31.12.20019	29.161							
Net Debt	-							
Wert des Eigenkapitals zum 31.12.2019	29.161							
Aufzinsungsfaktor	1,06							
<b>Wert des Eigenkapitals zum 8.10.2020</b>	<b>30.929</b>							

Quelle: Analyse Rödl & Partner

# A3 ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS

## Gesellschaften

BluGreen	BluGreen Company Limited
S&O Beteiligungen	S&O Beteiligungen AG
Enapter	Enapter GmbH
	Enapter S.r.l. (Italien)
	Enapter Ltd. Co (Thailand)
Nevapter	Nevapter LLC (Russland)
Deutsche Balaton	Deutsche Balaton AG
Rödl & Partner	Rödl & Partner GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft

## Abkürzungen

AEM	Anionen-Austausch-Membran
AG	Aktiengesellschaft
BGH	Bundesgerichtshof
bspw.	beispielsweise
bzw.	beziehungsweise
c.p.	ceteris paribus
ca.	circa
CAGR	Compound Annual Growth Rate
Co.	Company
Cons.	consolidated
DCF	Discounted Cash Flow
d.h.	das heißt
dt.	deutsch
EBIT	Earnings before interest and taxation
EBITDA	Earnings before interest, taxes, depreciation and amortisation
EBT	Earnings before Taxes
EL	Elektrolyseur
EMS	Energiemanagementsystem
etc.	et cetera
FAUB	Fachausschuss für Unternehmensbewertung
Fort.	Fortsetzung
FTE	Full Time Equivalent

gem.	gemäß
GJ	Geschäftsjahr
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
i.d.F.	in der Fassung
i.H.v.	in Höhe von
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer e.V.
i.S.d.	im Sinne des
LLC	Limited Liability Company
lt.	laut
Ltd.	Limited
LuL	Lieferungen und Leistungen
max.	maximal
p.a.	per annum
Q	Quartal
rd.	rund
RHB	Roh-, Hilfs-, und Betriebsstoffe
sbA	Sonstige betriebliche Aufwendungen
sbE	Sonstige betriebliche Erträge
sog.	sogenannt
S.p.A.	Societa per azioni
S.r.l.	Societa a responsabilita limitata
T. / Tsd.	Tausend
TV	Terminal Value
Tz.	Teilziffer
u.a.	unter anderem
z.B.	zum Beispiel

## Währungen

€	Euro
EUR	Euro
TEUR	Tausend Euro
MEUR	Millionen Euro

## Allgemeine Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften vom 1. Januar 2017

### 1. Geltungsbereich

(1) Die Auftragsbedingungen gelten für Verträge zwischen Wirtschaftsprüfern oder Wirtschaftsprüfungsgesellschaften (im Nachstehenden zusammenfassend „Wirtschaftsprüfer“ genannt) und ihren Auftraggebern über Prüfungen, Steuerberatung, Beratungen in wirtschaftlichen Angelegenheiten und sonstige Aufträge, soweit nicht etwas anderes ausdrücklich schriftlich vereinbart oder gesetzlich zwingend vorgeschrieben ist.

(2) Dritte können nur dann Ansprüche aus dem Vertrag zwischen Wirtschaftsprüfer und Auftraggeber herleiten, wenn dies ausdrücklich vereinbart ist oder sich aus zwingenden gesetzlichen Regelungen ergibt. Im Hinblick auf solche Ansprüche gelten diese Auftragsbedingungen auch diesen Dritten gegenüber.

### 2. Umfang und Ausführung des Auftrags

(1) Gegenstand des Auftrags ist die vereinbarte Leistung, nicht ein bestimmter wirtschaftlicher Erfolg. Der Auftrag wird nach den Grundsätzen ordnungsmäßiger Berufsausübung ausgeführt. Der Wirtschaftsprüfer übernimmt im Zusammenhang mit seinen Leistungen keine Aufgaben der Geschäftsführung. Der Wirtschaftsprüfer ist für die Nutzung oder Umsetzung der Ergebnisse seiner Leistungen nicht verantwortlich. Der Wirtschaftsprüfer ist berechtigt, sich zur Durchführung des Auftrags sachverständiger Personen zu bedienen.

(2) Die Berücksichtigung ausländischen Rechts bedarf – außer bei betriebswirtschaftlichen Prüfungen – der ausdrücklichen schriftlichen Vereinbarung.

(3) Ändert sich die Sach- oder Rechtslage nach Abgabe der abschließenden beruflichen Äußerung, so ist der Wirtschaftsprüfer nicht verpflichtet, den Auftraggeber auf Änderungen oder sich daraus ergebende Folgen hinzuweisen.

### 3. Mitwirkungspflichten des Auftraggebers

(1) Der Auftraggeber hat dafür zu sorgen, dass dem Wirtschaftsprüfer alle für die Ausführung des Auftrags notwendigen Unterlagen und weiteren Informationen rechtzeitig übermittelt werden und ihm von allen Vorgängen und Umständen Kenntnis gegeben wird, die für die Ausführung des Auftrags von Bedeutung sein können. Dies gilt auch für die Unterlagen und weiteren Informationen, Vorgänge und Umstände, die erst während der Tätigkeit des Wirtschaftsprüfers bekannt werden. Der Auftraggeber wird dem Wirtschaftsprüfer geeignete Auskunftspersonen benennen.

(2) Auf Verlangen des Wirtschaftsprüfers hat der Auftraggeber die Vollständigkeit der vorgelegten Unterlagen und der weiteren Informationen sowie der gegebenen Auskünfte und Erklärungen in einer vom Wirtschaftsprüfer formulierten schriftlichen Erklärung zu bestätigen.

### 4. Sicherung der Unabhängigkeit

(1) Der Auftraggeber hat alles zu unterlassen, was die Unabhängigkeit der Mitarbeiter des Wirtschaftsprüfers gefährdet. Dies gilt für die Dauer des Auftragsverhältnisses insbesondere für Angebote auf Anstellung oder Übernahme von Organfunktionen und für Angebote, Aufträge auf eigene Rechnung zu übernehmen.

(2) Sollte die Durchführung des Auftrags die Unabhängigkeit des Wirtschaftsprüfers, die der mit ihm verbundenen Unternehmen, seiner Netzwerkunternehmen oder solcher mit ihm assoziierten Unternehmen, auf die die Unabhängigkeitsvorschriften in gleicher Weise Anwendung finden wie auf den Wirtschaftsprüfer, in anderen Auftragsverhältnissen beeinträchtigen, ist der Wirtschaftsprüfer zur außerordentlichen Kündigung des Auftrags berechtigt.

### 5. Berichterstattung und mündliche Auskünfte

Soweit der Wirtschaftsprüfer Ergebnisse im Rahmen der Bearbeitung des Auftrags schriftlich darzustellen hat, ist alleine diese schriftliche Darstellung maßgebend. Entwürfe schriftlicher Darstellungen sind unverbindlich. Sofern nicht anders vereinbart, sind mündliche Erklärungen und Auskünfte des Wirtschaftsprüfers nur dann verbindlich, wenn sie schriftlich bestätigt werden. Erklärungen und Auskünfte des Wirtschaftsprüfers außerhalb des erteilten Auftrags sind stets unverbindlich.

### 6. Weitergabe einer beruflichen Äußerung des Wirtschaftsprüfers

(1) Die Weitergabe beruflicher Äußerungen des Wirtschaftsprüfers (Arbeitsergebnisse oder Auszüge von Arbeitsergebnissen – sei es im Entwurf oder in der Endfassung) oder die Information über das Tätigwerden des Wirtschaftsprüfers für den Auftraggeber an einen Dritten bedarf der schriftlichen Zustimmung des Wirtschaftsprüfers, es sei denn, der Auftraggeber ist zur Weitergabe oder Information aufgrund eines Gesetzes oder einer behördlichen Anordnung verpflichtet.

(2) Die Verwendung beruflicher Äußerungen des Wirtschaftsprüfers und die Information über das Tätigwerden des Wirtschaftsprüfers für den Auftraggeber zu Werbezwecken durch den Auftraggeber sind unzulässig.

### 7. Mängelbeseitigung

(1) Bei etwaigen Mängeln hat der Auftraggeber Anspruch auf Nacherfüllung durch den Wirtschaftsprüfer. Nur bei Fehlschlägen, Unterlassen bzw. unzureichender Vewertung, Unzumutbarkeit oder Unmöglichkeit der Nacherfüllung kann er die Vergütung mindern oder vom Vertrag zurücktreten; ist der Auftrag nicht von einem Verbraucher erteilt worden, so kann der Auftraggeber wegen eines Mangels nur dann vom Vertrag zurücktreten, wenn die erbrachte Leistung wegen Fehlschlagens, Unterlassung, Unzumutbarkeit oder Unmöglichkeit der Nacherfüllung für ihn ohne Interesse ist. Soweit darüber hinaus Schadensersatzansprüche bestehen, gilt Nr. 9.

(2) Der Anspruch auf Beseitigung von Mängeln muss vom Auftraggeber unverzüglich in Textform geltend gemacht werden. Ansprüche nach Abs. 1, die nicht auf einer vorsätzlichen Handlung beruhen, verjähren nach Ablauf eines Jahres ab dem gesetzlichen Verjährungsbeginn.

(3) Offensbare Unrichtigkeiten, wie z.B. Schreibfehler, Rechenfehler und formale Mängel, die in einer beruflichen Äußerung (Bericht, Gutachten und dgl.) des Wirtschaftsprüfers enthalten sind, können jederzeit vom Wirtschaftsprüfer auch Dritten gegenüber berichtigt werden. Unrichtigkeiten, die geeignet sind, in der beruflichen Äußerung des Wirtschaftsprüfers enthaltene Ergebnisse infrage zu stellen, berechtigen diesen, die Äußerung auch Dritten gegenüber zurückzunehmen. In den vorgenannten Fällen ist der Auftraggeber vom Wirtschaftsprüfer tunlichst vorher zu hören.

### 8. Schweigepflicht gegenüber Dritten, Datenschutz

(1) Der Wirtschaftsprüfer ist nach Maßgabe der Gesetze (§ 323 Abs. 1 HGB, § 43 WPO, § 203 StGB) verpflichtet, über Tatsachen und Umstände, die ihm bei seiner Berufstätigkeit anvertraut oder bekannt werden, Stillschweigen zu bewahren, es sei denn, dass der Auftraggeber ihn von dieser Schweigepflicht entbindet.

(2) Der Wirtschaftsprüfer wird bei der Verarbeitung von personenbezogenen Daten die nationalen und europarechtlichen Regelungen zum Datenschutz beachten.

### 9. Haftung

(1) Für gesetzlich vorgeschriebene Leistungen des Wirtschaftsprüfers, insbesondere Prüfungen, gelten die jeweils anzuwendenden gesetzlichen Haftungsbeschränkungen, insbesondere die Haftungsbeschränkung des § 323 Abs. 2 HGB.

(2) Sofern weder eine gesetzliche Haftungsbeschränkung Anwendung findet noch eine einzelvertragliche Haftungsbeschränkung besteht, ist die Haftung des Wirtschaftsprüfers für Schadensersatzansprüche jeder Art, mit Ausnahme von Schäden aus der Verletzung von Leben, Körper und Gesundheit, sowie von Schäden, die eine Ersatzpflicht des Herstellers nach § 1 ProdHaftG begründen, bei einem fahrlässig verursachten einzelnen Schadensfall gemäß § 54a Abs. 1 Nr. 2 WPO auf 4 Mio. € beschränkt.

(3) Einreden und Einwendungen aus dem Vertragsverhältnis sind mit dem Auftraggeber stehen dem Wirtschaftsprüfer auch gegenüber Dritten zu.

(4) Leiten mehrere Anspruchsteller aus dem mit dem Wirtschaftsprüfer bestehenden Vertragsverhältnis Ansprüche aus einer fahrlässigen Pflichtverletzung des Wirtschaftsprüfers her, gilt der in Abs. 2 genannte Höchstbetrag für die betreffenden Ansprüche aller Anspruchsteller insgesamt.

(5) Ein einzelner Schadensfall im Sinne von Abs. 2 ist auch bezüglich eines aus mehreren Pflichtverletzungen stammenden einheitlichen Schadens gegeben. Der einzelne Schadensfall umfasst sämtliche Folgen einer Pflichtverletzung ohne Rücksicht darauf, ob Schäden in einem oder in mehreren aufeinanderfolgenden Jahren entstanden sind. Dabei gilt mehrfaches auf gleicher oder gleichartiger Fehlerquelle beruhendes Tun oder Unterlassen als einheitliche Pflichtverletzung, wenn die betreffenden Angelegenheiten miteinander in rechtlichem oder wirtschaftlichem Zusammenhang stehen. In diesem Fall kann der Wirtschaftsprüfer nur bis zur Höhe von 5 Mio. € in Anspruch genommen werden. Die Begrenzung auf das Fünffache der Mindestversicherungssumme gilt nicht bei gesetzlich vorgeschriebenen Prüfungen.

(6) Ein Schadensersatzanspruch erlischt, wenn nicht innerhalb von sechs Monaten nach der schriftlichen Abklärung der Ersatzleistung Klage erhoben wird und der Auftraggeber auf diese Folge hingewiesen wurde. Dies gilt nicht für Schadensersatzansprüche, die auf vorsätzliches Verhalten zurückzuführen sind, sowie bei einer schuldhaften Verletzung von Leben, Körper oder Gesundheit sowie bei Schäden, die eine Ersatzpflicht des Herstellers nach § 1 ProdHaftG begründen. Das Recht, die Einrede der Verjährung geltend zu machen, bleibt unberührt.

### 10. Ergänzende Bestimmungen für Prüfungsaufträge

(1) Ändert der Auftraggeber nachträglich den durch den Wirtschaftsprüfer geprüften und mit einem Bestätigungsvermerk versehenen Abschluss oder Lagebericht, darf er diesen Bestätigungsvermerk nicht weiterverwenden.

Hat der Wirtschaftsprüfer einen Bestätigungsvermerk nicht erteilt, so ist ein Hinweis auf die durch den Wirtschaftsprüfer in der Prüfung im Lagebericht oder an anderer für die Öffentlichkeit bestimmter Stelle nur mit schriftlicher Einwilligung des Wirtschaftsprüfers und mit dem von ihm genehmigten Wortlaut zulässig.

(2) Widerruft der Wirtschaftsprüfer den Bestätigungsvermerk, so darf der Bestätigungsvermerk bereits verwendet werden. Hat der Auftraggeber den Bestätigungsvermerk bereits verwendet, so hat er auf Verlangen des Wirtschaftsprüfers den Widerruf bekanntzugeben.

(3) Der Auftraggeber hat Anspruch auf fünf Berichtsausfertigungen. Weitere Ausfertigungen werden besonders in Rechnung gestellt.

### 11. Ergänzende Bestimmungen für Hilfeleistung in Steuersachen

(1) Der Wirtschaftsprüfer ist berechtigt, sowohl bei der Beratung in steuerlichen Einzelfragen als auch im Falle der Dauerberatung die vom Auftraggeber genannten Tatsachen, insbesondere Zahlenangaben, als richtig und vollständig zugrunde zu legen; dies gilt auch für Buchführungsaufträge. Er hat jedoch den Auftraggeber auf von ihm festgestellte Unrichtigkeiten hinzuweisen.

(2) Der Steuerberatungsanspruch umfasst nicht die zur Wahrung von Fristen erforderlichen Handlungen, es sei denn, dass der Wirtschaftsprüfer hierzu ausdrücklich den Auftrag übernommen hat. In diesem Fall hat der Auftraggeber dem Wirtschaftsprüfer alle für die Wahrung von Fristen notwendigen Unterlagen, insbesondere Steuerbescheide, so rechtzeitig vorzulegen, dass dem Wirtschaftsprüfer eine angemessene Bearbeitungszeit zur Verfügung steht.

(3) Mangels einer anderweitigen schriftlichen Vereinbarung umfasst die laufende Steuerberatung folgende, in der Vertragsdauer fallenden Tätigkeiten:

a) Ausarbeitung der Jahressteuererklärungen für die Einkommensteuer, Körperschaftsteuer und Gewerbesteuer sowie der Vermögenssteuererklärungen und zwar auf Grund der vom Auftraggeber vorzulegenden Jahresabschluss und sonstiger für die Besteuerung erforderlicher Aufstellungen und Nachweise

b) Nachprüfung von Steuerbescheiden zu den unter a) genannten Steuern

c) Verhandlungen mit den Finanzbehörden im Zusammenhang mit den unter a) und b) genannten Erklärungen und Bescheiden

d) Mitwirkung bei Betriebsprüfungen und Auswertung der Ergebnisse von Betriebsprüfungen hinsichtlich der unter a) genannten Steuern

e) Mitwirkung in Einspruchs- und Beschwerdeverfahren hinsichtlich der unter a) genannten Steuern.

Der Wirtschaftsprüfer berücksichtigt bei den vorgenannten Aufgaben die wesentlichen wirtschaftliche Rechtsprechung und Verwaltungsauffassung.

(4) Erhält der Wirtschaftsprüfer für die laufende Steuerberatung ein Pauschalhonorar, so sind mangels anderweitiger schriftlicher Vereinbarungen die unter Abs. 3 Buchst. d) und e) genannten Tätigkeiten gesondert zu honorieren.

(5) Sofern der Wirtschaftsprüfer auch Steuerberater ist und die Steuerberatervergütungsverordnung für die Bemessung der Vergütung anzuwenden ist, kann eine höhere oder niedrigere als die gesetzliche Vergütung in Textform vereinbart werden.

(6) Die Bearbeitung besonderer Einzelfragen der Einkommensteuer, Körperschaftsteuer, Gewerbesteuer, Einheitsbewertung und Vermögenssteuer sowie aller Fragen der Umsatzsteuer, Lohnsteuer, sonstigen Steuern und Abgaben erfolgt auf Grund eines besonderen Auftrags. Dies gilt auch für

a) die Bearbeitung einmalig anfallender Steuerangelegenheiten, z.B. auf dem Gebiet der Erbschaftsteuer, Kapitalverkehrssteuer, Grunderwerbsteuer,

b) die Mitwirkung und Vertretung in Verfahren vor den Gerichten der Finanz- und der Verwaltungsgerichtsbarkeit sowie in Steuerstrafsachen,

c) die beratende und gutachtliche Tätigkeit im Zusammenhang mit Umwandlungen, Kapitalerhöhung und -herabsetzung, Sanierung, Eintritt und Ausscheiden eines Gesellschafters, Betriebsveräußerung, Liquidation und dergleichen und

d) die Unterstützung bei der Erfüllung von Anzeige- und Dokumentationspflichten.

(7) Soweit auch die Ausarbeitung der Umsatzsteuerjahreserklärung als zusätzliche Tätigkeit übernommen wird, gehört dazu nicht die Überprüfung etwaiger besonderer buchmäßiger Voraussetzungen sowie die Frage, ob alle in Betracht kommenden umsatzsteuerrechtlichen Vergütungen wahrgenommen worden sind. Eine Gewähr für die vollständige Erfassung der Unterlagen zur Geltendmachung des Vorsteuerabzugs wird nicht übernommen.

### 12. Elektronische Kommunikation

Die Kommunikation zwischen dem Wirtschaftsprüfer und dem Auftraggeber kann auch per E-Mail erfolgen. Soweit der Auftraggeber eine Kommunikation per E-Mail nicht wünscht oder besondere Sicherheitsanforderungen stellt, wie etwa die Verschlüsselung von E-Mails, wird der Auftraggeber den Wirtschaftsprüfer entsprechend in Textform informieren.

### 13. Vergütung

(1) Der Wirtschaftsprüfer hat neben seiner Gebühren- oder Honorarforderung Anspruch auf Erstattung seiner Auslagen; die Umsatzsteuer wird zusätzlich berechnet. Er kann angemessene Vorschüsse auf Vergütung und Auslagen ersatz verlangen und die Auslieferung seiner Leistung von der vollen Befriedigung seiner Ansprüche abhängig machen. Mehrere Aufträge haben als Gesamtschuldner.

(2) Ist der Auftraggeber kein Verbraucher, so ist eine Aufrechnung gegen Forderungen des Wirtschaftsprüfers auf Vergütung und Auslagenersatz nur mit unbestrittenen oder rechtskräftig festgestellten Forderungen zulässig.

### 14. Streitlichtungen

Der Wirtschaftsprüfer ist nicht bereit, an Streitbeilegungsverfahren vor einer Verbraucherschlichtungsstelle im Sinne des § 2 des Verbraucherschlichtungsgesetzes teilzunehmen.

### 15. Anzuwendendes Recht

Für den Auftrag, seine Durchführung und die sich hieraus ergebenden Ansprüche gilt nur deutsches Recht.