



# Enapter AG

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

Jahresbericht 2021

## BEWERTUNG

### KURSZIEL

Aufwärtspotenzial  
Risikobewertung

## BUY

€ 29,00

56,8%  
High

## GRÜNER WASSERSTOFF JETZT AUCH GEOPOLITISCH GEBOTEN

Enapter hat ihren Jahresbericht 2021 vorgelegt. Die endgültigen Zahlen entsprechen im Wesentlichen den vorläufig berichteten. Der russische Angriffskrieg auf die Ukraine hat den Erdgaspreis weiter in die Höhe schießen lassen und verteuert damit die Herstellung von auf Erdgas basierendem grauen Wasserstoff enorm. Zwar sind auch die Strompreise stark gestiegen, die Kosten für Wind- und Solarstrom bleiben aber auf niedrigem Niveau. Die Wettbewerbsfähigkeit von direkt aus Wind und Sonne gewonnenem Wasserstoff hat sich damit deutlich verbessert. Hinzu kommt, dass grüner Wasserstoff jetzt auch aus geopolitischen Gründen (weg vom russischen Erdgas) starke Unterstützung erfährt. Wir erwarten daher einen beschleunigten Kapazitätsausbau bei Enapter und erhöhen unsere mittelfristigen Schätzungen. Unsere ab jetzt nur noch auf einem DCF-Modell beruhende Bewertung ergibt ein neues Kursziel von €29 (bisher: €24). Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung.

**Beschleunigter Kapazitätsausbau erwartet** Enapter macht bei der Errichtung der ersten Elektrolyseur-Massenproduktionsstätte gute Fortschritte, und die Dringlichkeit des Hochlaufs einer grünen Wasserstoffwirtschaft hat mit dem russisch-ukrainischen Krieg noch einmal zugenommen. Wir unterstellen daher nunmehr, dass Enapter ihre Kapazitäten 2024 kräftig ausbaut und 2025 einen Output von ca. 700 MW erreicht (bisherige Schätzung: 336 MW).

**Änderung des Bewertungsmodells** Wir haben Enapter bisher auf Basis eines DCF-Modells und einer Peergroup-Analyse bewertet. Beide Bewertungsmethoden flossen hälftig in unsere Bewertung ein. Nachdem die Peergroup-Bewertung immer wieder starken Schwankungen unterlag, die die Annäherung an den fairen Wert von Enapter schwierig gestaltet hat, bewerten wir das Unternehmen ab dieser Veröffentlichung nur noch auf Basis eines DCF-Modells.

(b.w.)

## FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Umsatz (€ Mio.)	0,93	2,07	8,44	43,59	115,20	193,54
Jährliches Wachstum	30,9%	122,7%	307,8%	416,3%	164,3%	68,0%
EBIT (€ Mio.)	-1,50	-3,54	-8,62	-10,75	-0,40	9,52
EBIT-Marge	-161,5%	-171,2%	-102,1%	-24,7%	-0,3%	4,9%
Jahresübers. (€ Mio.)	-1,52	-3,57	-8,70	-11,65	-2,27	7,22
EPS (verwässert) (€)	0,00	-0,16	-0,38	-0,45	-0,08	0,27
DPS (€)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF (€ Mio.)	-3,36	-6,17	-33,05	-98,37	-16,28	-14,24
Nettoverschuldungsgrad	-17,1%	-32,2%	-33,8%	24,5%	42,1%	52,1%
Liquide Mittel (€ Mio.)	1,35	4,25	19,60	19,94	17,97	9,93

## RISIKEN

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

## UNTERNEHMENSPROFIL

Enapter stellt standardisierte Elektrolyseure her, die nach dem Modulprinzip zu größeren Einheiten zusammengesetzt werden können. Enapters patentgeschützte AEM-Technologie verspricht großes Kostensenkungspotenzial. Gegenwärtig hat Enapter einen Produktionsstandort in Pisa, Italien und ca. 130 Mitarbeiter.

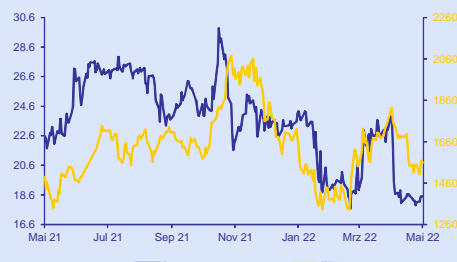
## HANDELSDATEN

Stand: 5. Mai 2022

Schlusskurs	€ 18,50
Aktien im Umlauf	24,41 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 451,50 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 17,66 / 29,88
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	5.556

Multiples	2021	2022E	2023E
KGV	n.a.	n.a.	n.a.
EV/Sales	45,8	8,9	3,4
EV/EBIT	n.a.	n.a.	n.a.
Div.-Rendite	0,0%	0,0%	0,0%

## KURSÜBERSICHT



## UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 31. Dez 2021

Liquide Mittel	€ 19,60 Mio.
Kurzfristige Vermögenswerte	€ 29,92 Mio.
Immaterielle Vermögenswerte	€ 7,11 Mio.
Bilanzsumme	€ 62,14 Mio.
Kurzfristige Verbindlichkeiten	€ 10,40 Mio.
Eigenkapital	€ 46,52 Mio.

## AKTIONÄRSSTRUKTUR

BluGreen	74,0%
Sergei Storozhenko	4,4%
Free Float	21,6%

**Umsatz 2021 vervierfacht** Trotz Lieferengpässen und pandemiebedingten Restriktionen hat Enapter den Umsatz 2021 auf €8,4 Mio. vervierfacht und damit die Umsatzguidance von €8,7 Mio. knapp erreicht. Wesentliche Kostenpositionen waren die Materialkosten (€7,9 Mio.), die Personalkosten (€7,6 Mio.) und die sonstigen betrieblichen Ausgaben (€5,8 Mio.). Das EBITDA war mit €-7,6 Mio. (FBe: €-7,5 Mio.) leicht besser als die Guidance von €-7,7 Mio. Abschreibungen in Höhe von €1,0 Mio. ergaben ein operatives Ergebnis von €-8,6 Mio. Das Nettoergebnis blieb mit €-8,7 Mio. leicht hinter der Guidance und unserer Prognose zurück (vgl. Abbildung 1). Insgesamt hat Enapter trotz der vielen Unwägbarkeiten ihre Jahresguidance bemerkenswert gut getroffen.

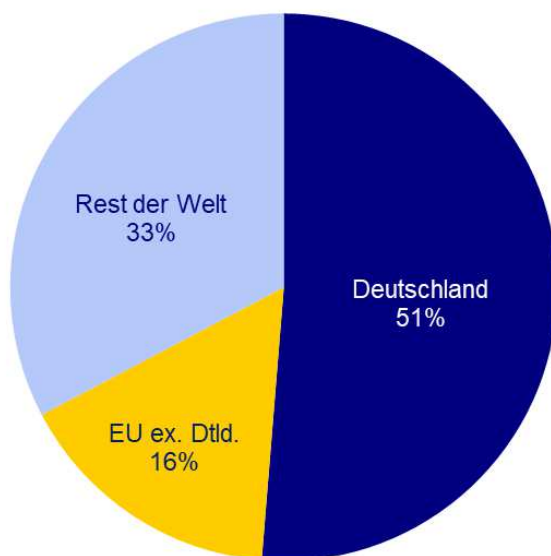
**Abbildung 1: Berichtete Zahlen versus Schätzungen**

Alle Zahlen in € Mio	2021A	2021E	Delta	2020A	Delta	Guidance
Umsatz	8,4	8,4	0%	2,1	308%	8,7
EBITDA	-7,6	-7,5	-	-2,9	-	-7,7
Marge	-90,3%	-89,4%	-	-141,1%	-	-88,5%
Nettoergebnis	-8,7	-8,5	-	-3,6	-	-8,5
Marge	-103,1%	-101,0%	-	-172,5%	-	-97,7%
GPA (verwässert)	-0,38	-0,38	-	-0,16	-	n.a.

Quelle: First Berlin Equity Research, Enapter AG

**Fast die Hälfte des Umsatzes im Ausland erzielt** Enapter erzielte 2021 51% des Umsatzes in Deutschland, 16% in der EU und 33% mit Kunden in der übrigen Welt (vgl. Abbildung 2). Mit über 200 Kunden in fast 50 Ländern ist das Unternehmen bereits in der Frühphase seiner Entwicklung sehr international ausgerichtet.

**Abbildung 2: Geografische Umsatzaufteilung**



Quelle: First Berlin Equity Research, Enapter AG

**Bilanz spiegelt Wachstum wider** Die Bilanzsumme hat sich im Jahresverlauf auf €62 Mio. mehr als vervierfacht. Auf der Aktivseite lag die größte Veränderung bei den Sachlagen, die sich hauptsächlich aufgrund der Investitionen in die neue Massenproduktionsstätte in Saerbeck von €3 Mio. auf €24 Mio. erhöhten. Der Mittelzufluss aus den Kapitalerhöhungen steigerte den Bestand an liquiden Mitteln von €4 Mio. auf knapp €20 Mio. und stärkte das Eigenkapital, das von €9 Mio. auf knapp €47 Mio. anstieg. Die Eigenkapitalquote erhöhte sich von 60% auf 75%. Der Anstieg der Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen von €0,9 Mio. auf €6,4 Mio. resultiert im Wesentlichen aus in Anspruch genommenen Leistungen für den Bau der Fabrik in Saerbeck (vgl. Abbildung 3).

**Abbildung 3: Ausgewählte Bilanzpositionen**

in € Mio.	2021A	2020A	Delta
Immaterielle Vw. & Goodwill	7,1	4,0	79%
Sachanlagen	24,0	2,9	736%
Nutzungsrechte	1,1	1,0	2%
<b>Anlagevermögen insgesamt</b>	<b>32,2</b>	<b>7,9</b>	<b>307%</b>
Vorräte	3,6	1,3	177%
Forderungen aus Lieferungen & Leistungen	2,6	0,2	1333%
Liquide Mittel	19,6	4,2	361%
<b>Umlaufvermögen insgesamt</b>	<b>29,9</b>	<b>6,6</b>	<b>351%</b>
Eigenkapital	46,5	8,7	432%
<i>Eigenkapitalquote</i>	<i>74,9%</i>	<i>60,1%</i>	<i>+14,8 PP</i>
Finanzverbindlichkeiten, langfristig	2,7	0,0	n.a.
Finanzverbindlichkeiten, kurzfristig	1,2	1,4	-16%
Leasingverbindlichkeiten, langfristig	0,6	0,6	1%
Leasingverbindlichkeiten, kurzfristig	0,2	0,1	42%
Nettoverschuldung	-15,0	-2,1	n.a.
<i>Net Gearing (Nettoverschuldung/EK in %)</i>	<i>-32,2%</i>	<i>-24,4%</i>	<i>n.a.</i>
Verbindlichkeiten aus Lieferungen & Leistungen	6,4	0,9	574%
<b>Bilanzsumme</b>	<b>62,1</b>	<b>14,6</b>	<b>327%</b>

Quelle: First Berlin Equity Research, Enapter AG

**Kapitalflussrechnung von Investitionen und deren Finanzierung geprägt** Der operative Cashflow betrug €-8,0 Mio. und ist wesentlich durch das negative Nettoergebnis von €-8,7 Mio. geprägt (vgl. Abbildung 4). Der Cashflow aus Investitionstätigkeit belief sich auf €-25,1 Mio. und setzt sich aus Investitionen in Sachanlagen (hauptsächlich Saerbeck) in Höhe von €21,6 Mio. sowie aktivierten Entwicklungskosten für immaterielle Vermögenswerte und Patente (€3,5 Mio.) zusammen. Der Cashflow aus Finanzierungstätigkeit lag bei €48,4 Mio. und enthält im Wesentlichen Nettozuflüsse aus den beiden Barkapitalerhöhungen in Höhe von €46,1 Mio. und aus der Nettoaufnahme von Finanzverbindlichkeiten (€2,5 Mio.). Der Nettomittelzufluss lag bei €15,4 Mio.

**Abbildung 4: Ausgewählte Positionen der Kapitalflussrechnung**

in € Mio.	2021A	2020A
Operativer Cashflow	-8,0	-2,1
CAPEX	-25,1	-4,0
Freier Cashflow	-33,0	-6,2
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-25,1	-3,8
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	48,4	8,8
Nettocashflow	15,4	2,9

Quelle: First Berlin Equity Research, Enapter AG



**Solider Auftragsbestand und sehr große Vertriebspipeline** Mitte April 2022 lag der Auftragsbestand bei €10,4 Mio., davon €8,2 Mio. für das laufende Jahr. Die Vertriebspipeline ist mit Interessensbekundungen seitens Potentialkunden sehr gut gefüllt. Die aktuellen Kundenanfragen addieren sich auf ca. €300 Mio. und haben sich damit gegenüber dem Vorjahr (ca. €20 Mio.) verfünffzehnfacht.

**Risiko des Russlandengagements begrenzt** Von den insgesamt 35 Softwareentwicklern in der Enapter-Gruppe arbeiten 29 Mitarbeiter in St. Petersburg. Ein großer Teil dieser Mitarbeiter hat Russland verlassen und arbeitet an unterschiedlichen Standorten weiter für Enapter. Das Management sieht im Russlandengagement von Enapter daher zurzeit kein bedeutsames wirtschaftliches Risiko.

**Mitarbeiteraufbau verläuft planmäßig** Zum Jahresende 2021 beschäftigte Enapter 189 Mitarbeiter (Vj.: 100), davon 83 Mitarbeiter in der Forschung & Entwicklung (Vj.: 44), 68 in der Produktion und 38 in der Verwaltung, Vertrieb- und Geschäftsentwicklung. Am Enapter Campus in Saerbeck sollen mehr als 300 Arbeitsplätze entstehen.

**Technologieführerschaft durch umfangreiche Forschung und Entwicklung** Die Anion Exchange Membrane (AEM) -Elektrolyse befindet sich in einem frühen Stadium ihrer Entwicklung und bietet noch großes Innovationspotenzial. Enapter hat sich durch jahrelange Forschung die Technologieführerschaft in der AEM-Elektrolyse erarbeitet, die durch Patente gut geschützt ist. Das F&E-Team forscht in den Bereichen

- Elektrochemie (Verbesserung der Katalysatoren und der Membran-Elektroden-Einheit) und
- mechanische Stackweiterentwicklung (verbesserte Dichtungskonzepte, höhere Druckfestigkeit, und einfachere Montagefähigkeit in automatisierten Fertigungsprozessen).

Weitere Schwerpunkte sind die Vorbereitung der Massenfertigung des modularen Elektrolyseurs inklusive der Entwicklung der Produktionsprozesse und Maschinen, sowie die Entwicklung der Produktplattform für den MW-Anwendungsbereich.

Die F&E-Aufwendungen betragen 2021 €3,7 Mio. bzw. 44% des Umsatzes (Vorjahr: €2,4 Mio., bzw. 118% des Umsatzes). Zur Erhaltung und zum Ausbau der Technologieführerschaft wird Enapter weiterhin umfangreiche F&E-Investitionen tätigen. Das F&E-Team, das sich im Jahresverlauf von 44 auf 83 Mitarbeiter vergrößert hat, wird gegenwärtig auf den neuen Standort in Saerbeck erweitert, wo ein neues F&E-Zentrum entsteht.

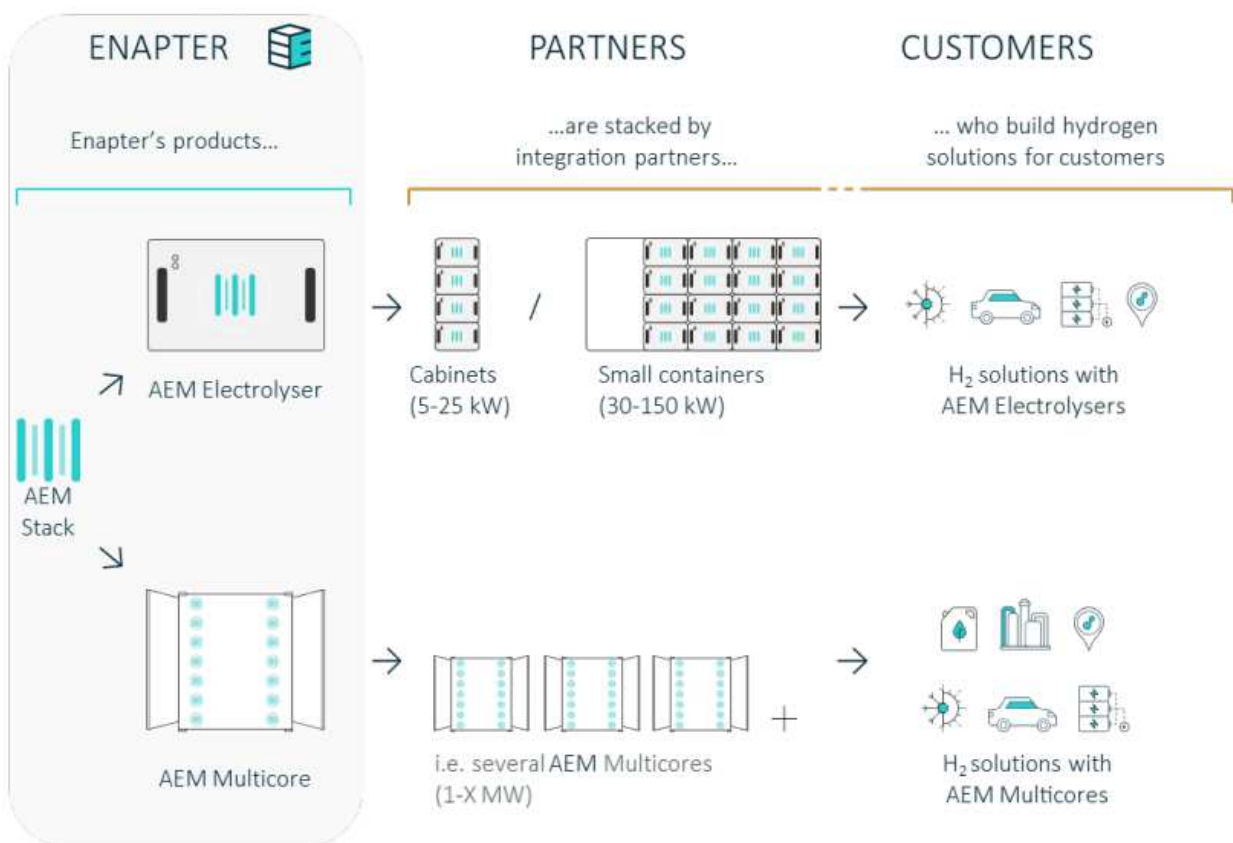
**Produktentwicklung kommt voran** Das aktuelle Modell der Enapter-Gruppe ist der Elektrolyseur „EL 2.1“, das Mitte 2022 durch das kompaktere „EL Model 4“ (EL 4.0) ergänzt wird. Mit dem EL 4.0 wird ein wesentlicher Meilenstein von der bestehenden Serienproduktion hin zu einer Massenproduktion von Elektrolyseuren ab 2023 realisiert. Der EL 4.0 ist kompakter, leichter und auch günstiger als das Vorgängermodell. So konnte das Gewicht um 17 kg auf nunmehr 38 kg reduziert werden. Der modulare Aufbau ermöglicht es, beliebig viele Gräte in Reihe zu schalten, um so die gewünschte Menge an grünem Wasserstoff zu produzieren. Der neueste AEM Elektrolyseur kann mit Gleich- und Wechselstrom betrieben werden und ist in den Varianten mit Wasser- und Luftkühlung erhältlich. Bereits vor der offiziellen Markteinführung zur Jahresmitte liegen mehr als 400 Kundenbestellungen für das neue Gerät vor.

2021 hat Enapter zudem mit der Entwicklung des neuen AEM Multicores – einem Elektrolyseur in der Megawattklasse – begonnen. Dabei werden über 400 in automatisierter Massenproduktion gefertigte AEM-Stacks, zu einem Gesamtsystem kombiniert. Bereits im Oktober 2021, nur wenige Wochen nach Vorstellung des AEM Multicores, hat Enapter erste Bestellungen erhalten. Die erste Auslieferung soll im Sommer 2023 erfolgen.

Damit wird Enapter ihre zukünftig in automatisierter Produktion hergestellten Stacks bald in zwei sehr unterschiedliche Produktreihen verbauen (vgl. auch Abbildung 5):

- Zum einen in die AEM Elektrolyseure, die eine Inputleistung von 2,4 kW und pro Tag gut 1 kg Wasserstoff produzieren können. In Schränken gestapelt erreichen sie bis zu ca. 25 kW Leistung und in kleinen Containern bis zu ca. 150 kW. Die AEM Elektrolyseur-Produktlinie ist damit für den lokalen und dezentralen Gebrauch vorgesehen.
- Zum anderen in die AEM Multicores, die eine Inputleistung von ca. 1 MW (=1.000 kW) erreichen. Die Module können etwa 450 kg Wasserstoff am Tag produzieren und sind für die zentrale Wasserstoffproduktion geeignet. Über die Zusammenschaltung vieler AEM Multicore-Elektrolyseure lassen sich auch Produktionskomplexe mit 10 MW, 20 MW oder 30 MW aufbauen.

**Abbildung 5: Enapters Produkte und ihre Verwendung**



Quelle: First Berlin Equity Research, Enapter AG

**Produktion in Pisa erweitert und in Saerbeck im Aufbau** Derzeit produziert Enapter Elektrolyseure im italienischen Pisa. Dort wurde die manuelle Serienfertigung weiter ausgebaut, so dass im zweiten Halbjahr 2021 auch im Schichtbetrieb produziert werden konnte. Der Standort wurde in 2021 um ein zusätzliches Gebäude erweitert, das mit Laboratorien und einem Reinraum ausgebaut wurde. Mit Inbetriebnahme der Chemieproduktion in einem weiteren Gebäude in Pisa in der ersten Jahreshälfte 2022 kann insbesondere die Stack-Produktion weiter deutlich gesteigert werden. Wir gehen davon aus, dass der Produktionsstandort Pisa inzwischen einen Output von ca. 1.000 Elektrolysereuren pro Monat erreicht hat.

Im September 2021 erfolgte der Spatenstich für den derzeit im Bau befindlichen Enapter Campus in Saerbeck in Nordrhein-Westfalen. Hier entstehen auf rund 80.000 m<sup>2</sup> Produktionsstätten für die Massenproduktion der Stacks, AEM Elektrolyseure und AEM Multicores, sowie für Lager, Büros und Labore für Forschung und Entwicklung. Die Energieversorgung des Campus wird vollständig durch erneuerbare Energien erfolgen. Das Land NRW fördert den Aufbau des für die Massenproduktion notwendigen Maschinenparks mit rund €9,4 Mio. Von der staatlichen Förderbank KfW hat Enapter im Jahr 2021 Zuschusszusagen in Höhe von rund €7,2 Mio. erhalten und vom Bundesministerium für Bildung und Forschung eine Förderung von €5,6 Mio. Die Fertigstellung soll bis Ende 2022 und der Beginn der Produktion im zweiten Quartal 2023 erfolgen.

**Erste Tranche der Kapitalerhöhung erfolgreich platziert** Enapter hat im April 2022 die erste Tranche der Kapitalerhöhung erfolgreich platziert. Im Rahmen der Vorabplatzierung wurde einschließlich des Backstops von bis zu €15 Mio. durch den Großaktionär BluGreen ein Bruttoerlös von €30 Mio. erzielt. Der Angebotspreis je Aktie wurde auf €19,00 festgesetzt. Insgesamt plant Enapter die Ausgabe von mindestens 1.578.948 und bis zu 6.315.789 neuen Aktien aus dem genehmigten Kapital unter Gewährung des Bezugsrechts an gegenwärtige Aktionäre.

Das Gesamtvolumen der Kapitalerhöhung teilt sich dabei auf zwei Tranchen auf. Neben der ersten Tranche (€30 Mio.) plant Enapter eine zweite Tranche mit einem Volumen von bis zu €70 Mio., die für die Zeichnung durch strategische Investoren gedacht ist, mit denen sich Enapter in fortgeschrittenen Verhandlungen über Kooperationsvereinbarungen befindet. Wir haben in unserem Modell vorläufig für die zweite Tranche ein Volumen von €20 Mio. bei einem Ausgabepreis von €19,00 pro Aktie unterstellt.

**Guidance für 2022 bestätigt** Für 2022 erwartet Enapter weiterhin einen Umsatz von €44,8 Mio. und ein EBITDA von rund €-7 Mio., weist aber auf Risiken durch den Russland-Ukraine Krieg und die Corona-Pandemie hin. Wir gehen davon aus, dass die Materialbeschaffung herausfordernd sein wird. Insbesondere sehen wir starke Preissteigerungen bei wichtigen Rohstoffen wie Nickel und Kobalt. Da der größte Produzent von Nickelmetall aus Russland kommt, besteht hier die Gefahr von Lieferengpässen. Kobalt ist ebenfalls für die Mikroelektronik und Batterietechnik ein wertvoller Rohstoff. Enapter plant, die Beschaffungs- und Preissicherheit durch den Abschluss längerfristiger Lieferungsverträge zu erhöhen.

**Schätzungen 2022E-2024E angepasst** Wir halten unsere Umsatzschätzung von €43,6 Mio. für 2022E aufrecht. Die enormen Outputsteigerungen in Pisa machen uns zuversichtlich, dass Enapter unsere Umsatzschätzung erreicht, sofern die Beschaffungsseite mitspielt. In Erwartung höherer Materialkosten, insbesondere im Rohstoffbereich, haben wir unsere Bruttomargenerwartung von 26% auf 23% gesenkt. Dies führt zu einer 2022E-EBITDA-Prognose von €-7,2 Mio. und einer EBIT-Prognose von €-10,8 Mio. (vgl. Abbildung 6). Für die Jahre 2023 & 2024 halten wir an unseren Umsatzschätzungen fest, senken aber unsere Ergebnisschätzungen, da wir nunmehr höhere Materialkosten und Abschreibungen unterstellen.

#### Abbildung 6: Anpassung der Schätzungen

Alle Zahlen in € Mio.	2022E			2023E			2024E		
	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta
Umsatz	43,6	43,6	0,0%	115,2	115,2	0,0%	193,5	193,5	0,0%
EBIT	-8,5	-10,8	-	1,8	-0,4	-	12,7	9,5	-25,0%
Marge	-19,5%	-24,7%	-	1,6%	-0,3%	-	6,6%	4,9%	-
Nettoergebnis	-10,0	-11,6	-	-1,2	-2,3	-	9,4	7,2	-23,0%
Marge	-22,9%	-26,7%	-	-1,0%	-2,0%	-	4,8%	3,7%	-
GPA (verw ässert)	-0,41	-0,45	-	-0,05	-0,08	-	0,38	0,27	-30,5%

Quelle: First Berlin Equity Research



**Mittelfristige Schätzungen erhöht** Bereits 2021 hat das Management die Vision formuliert, 2025 einen Output im niedrigen einstelligen Gigawattbereich zu erreichen. Wir hatten bisher (vgl. dazu unser Research vom 12. August 2021) für 2025 einen Output von 336 MW unterstellt. Bis jetzt verläuft der Aufbau der Massenproduktionsstätte in Saerbeck planmäßig. Die Massenproduktion soll im zweiten Quartal 2023 beginnen. Nach der erfolgreichen Platzierung der ersten Tranche der Kapitalerhöhung durch Enapter im April 2022 sehen wir finanzierungsseitige Limitationen bis auf weiteres als beseitigt an. Wir sind daher zuversichtlich, dass das Unternehmen seine Expansion noch einmal deutlich beschleunigen kann, sobald die Massenproduktion einige Monate rund läuft. Daher unterstellen wir für 2025E nunmehr eine Kapazität von ca. 1 GW. Bei einer geschätzten Kapazitätsauslastung von 70% ergibt dies einen Output von ca. 700 MW.

#### Abbildung 7: Neue Umsatzschätzung für 2025 und die Folgejahre

Möglicher Expansionspfad	2023	2024	2025	2026
Kapazität (in Stack-Einheiten)	80.000	120.000	420.000	520.000
Leistung pro Stack-Einheit in kW	2,4	2,4	2,4	2,4
Kapazität Produktionsstätten in MW	192	288	1.008	1.248
Kapazitätsauslastung in %	50%	70%	70%	80%
Output in MW	96	202	706	998
Durchschnittspreis in €/MWh	1.200	960	768	614
Umsatz in €Mio.	115,200	193,536	541,901	613,417

Quelle: First Berlin Equity Research

Die Dringlichkeit des Aufbaus einer europäischen Produktionsinfrastruktur für grünen Wasserstoff hat sich durch den Angriffskrieg Russlands auf die Ukraine und dem daraus resultierenden europäischen Bestreben nach schnellstmöglicher Unabhängigkeit von russischem Gas noch einmal deutlich erhöht, denn bisher wurde grauer Wasserstoff über die Gasreformierung aus (russischem) Erdgas gewonnen. Wir gehen davon aus, dass der Aufbau einer Produktionsinfrastruktur für grünen Wasserstoff europaweit noch einmal beschleunigt wird und dieser angesichts des teurer und knapper werdenden grauen Wasserstoffs auf Jahre hinaus ein sehr gefragtes Gut bleiben wird.

**Umstellung der Bewertung auf reines DCF-Modell** Wir haben Enapter bisher auf Basis eines DCF-Modells und einer Peergroup-Analyse bewertet. Beide Bewertungsmethoden flossen hälftig in unsere Bewertung ein. Die Peergroup-Bewertung unterlag regelmäßig starken Schwankungen, die die Annäherung an den fairen Wert von Enapter schwierig gestaltet hat (vgl. Abbildung 8). Ab dieser Veröffentlichung bewerten wir das Unternehmen nur noch auf Basis eines DCF-Modells.

#### Abbildung 8: Bewertungshistorie

Bewertung in €	Peergroup	DCF	Fairer Wert	Kursziel
21/09/2020	10,19	7,51	8,85	8,90
02/02/2021	71,50	11,94	41,72	41,70
27/04/2021	39,00	13,23	26,12	26,00
12/08/2021	51,51	17,42	34,46	34,00
11/11/2021	74,53	17,56	46,04	46,00
28/01/2022	29,98	17,92	23,95	24,00

Quelle: First Berlin Equity Research



**Aktualisiertes DCF-Modell berücksichtigt schnellere Unternehmensexpansion** Wir haben unser DCF-Modell aktualisiert. Dabei haben wir den deutlich höheren Output ab 2025E und auch die höhere Rendite risikoloser Anleihen berücksichtigt (die 10jährige Bundesanleihe rentierte zuletzt bei 1,0%). Außerdem haben wir unsere langfristige EBIT-Margen-Annahme von 14,9% auf 13,2% gesenkt, da wir langfristig von einem wettbewerbsintensiveren Umfeld ausgehen. Die pro forma Nettocashposition berücksichtigt neben der Nettocashposition von €14,4 Mio. zum Jahresende 2021 die bereits durchgeführte Kapitalerhöhung von €30 Mio. und unterstellt für dieses Jahr eine weitere Kapitalerhöhung von €20 Mio. Die für den fairen Wert pro Aktie berechnete verwässerte Aktienanzahl beträgt 27,0 Mio. Insgesamt ergibt sich ein neues Kursziel von €29 (bisher: €24). Wir bekräftigen unsere Kaufempfehlung.





## BEWERTUNGSMODELL

### DCF Bewertungsmodell\*

Alle Angaben in Tsd EUR	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
<b>Nettoumsatz</b>	<b>43.588</b>	<b>115.200</b>	<b>193.536</b>	<b>541.901</b>	<b>613.417</b>	<b>760.637</b>	<b>943.190</b>	<b>1.136.973</b>
<b>NOPLAT</b>	<b>-10.753</b>	<b>-399</b>	<b>9.136</b>	<b>51.682</b>	<b>50.934</b>	<b>57.568</b>	<b>73.559</b>	<b>91.107</b>
+ Abschreibungen	3.623	7.722	8.096	9.120	10.252	11.422	12.831	14.514
= Operativer Cashflow (netto)	-7.130	7.323	17.232	60.802	61.187	68.989	86.390	105.620
- Gesamte Investitionen (Capex, WC, Sonstiges)	-78.452	-19.434	-27.354	-70.915	-32.689	-47.193	-56.633	-62.323
Capex	-84.236	-10.598	-23.224	-21.134	-22.696	-26.622	-31.125	-35.246
Working Capital	-6.116	-11.135	-6.330	-52.281	-9.993	-20.570	-25.507	-27.076
Sonstiges	11.900	2.300	2.200	2.500	0	0	0	0
= Freier Cashflow (FCF)	-85.582	-12.111	-10.123	-10.113	28.498	21.797	29.757	43.298
<b>GW der FCFs</b>	<b>-79.646</b>	<b>-10.106</b>	<b>-7.572</b>	<b>-6.783</b>	<b>17.140</b>	<b>11.755</b>	<b>14.386</b>	<b>18.769</b>

### in Tsd EUR

GWs der FCFs explizite Periode (2022E-2036E)	187.122
GWs der FCFs in der Terminalperiode	540.458
Unternehmenswert (EV)	727.580
+ Nettokasse / - Nettverbindlichkeiten (p.f.)	64.983
+ Investitionen / Anteile Dritter	2
Shareholder Value	792.565
Verwässerte Aktienanzahl (p. f.)	27.037
<b>Fairer Wert</b>	<b>29,31</b>

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

WACC	11,5%
Eigenkapitalkosten	12,0%
Fremdkapitalkosten (vor Steuern)	3,5%
Normaler Steuersatz	30,0%
Fremdkapitalkosten (nach Steuern)	2,5%
EK- Anteil	95,0%
FK- Anteil	5,0%
<b>Kursziel</b>	<b>29,00</b>

WACC	Umsatzwachstum in der Terminalperiode							
	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%	5,0%	5,5%	
8,5%	51,32	54,38	58,05	62,54	68,13	75,32	84,88	
9,5%	40,36	42,26	44,48	47,09	50,23	54,06	58,84	
10,5%	32,43	33,67	35,07	36,70	38,59	40,83	43,51	
11,5%	26,50	27,33	28,26	<b>29,31</b>	30,52	31,91	33,53	
12,5%	21,94	22,51	23,15	23,86	24,65	25,56	26,59	
13,5%	18,37	18,77	19,21	19,70	20,24	20,85	21,53	
14,5%	15,51	15,80	16,12	16,46	16,84	17,26	17,73	

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



## GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd EUR	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
<b>Umsatz</b>	<b>929</b>	<b>2.070</b>	<b>8.442</b>	<b>43.588</b>	<b>115.200</b>	<b>193.536</b>	<b>541.901</b>	<b>613.417</b>
Bestandsveränderungen	107	242	540	0	0	0	0	0
Andere aktivierte Eigenleistungen	1.805	2.208	3.330	3.269	3.456	3.484	3.793	4.127
Herstellungskosten	1.108	2.320	7.874	33.563	81.792	137.411	379.331	429.392
<b>Bruttogewinn (Umsatz ./ Herstkosten)</b>	<b>-179</b>	<b>-250</b>	<b>568</b>	<b>10.025</b>	<b>33.408</b>	<b>56.125</b>	<b>162.570</b>	<b>184.025</b>
Personalkosten	1.827	3.356	7.596	12.343	16.219	24.192	54.190	60.226
Sonstige betriebliche Erträge	73	605	1.367	872	1.728	2.516	5.419	6.134
Sonstige betriebliche Aufwendungen	1.232	2.369	5.828	8.953	15.050	20.321	54.190	60.784
<b>EBITDA</b>	<b>-1.253</b>	<b>-2.920</b>	<b>-7.619</b>	<b>-7.130</b>	<b>7.323</b>	<b>17.612</b>	<b>63.402</b>	<b>73.275</b>
Abschreibungen & Amortisation	248	625	1.002	3.623	7.722	8.096	9.120	10.252
<b>EBIT</b>	<b>-1.501</b>	<b>-3.544</b>	<b>-8.622</b>	<b>-10.753</b>	<b>-399</b>	<b>9.516</b>	<b>54.282</b>	<b>63.023</b>
Nettofinanzergebnis	-15	-21	-88	-892	-1.868	-1.915	-2.282	-2.580
Andere Finanzerträge / -aufwendungen	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>EBT</b>	<b>-1.516</b>	<b>-3.565</b>	<b>-8.709</b>	<b>-11.645</b>	<b>-2.267</b>	<b>7.601</b>	<b>52.000</b>	<b>60.443</b>
Steuern	0	3	-8	0	0	380	2.600	12.089
Minderheitsbeteiligungen	-2	-1	1	0	0	0	0	0
<b>Nettogewinn/ -verlust</b>	<b>-1.518</b>	<b>-3.569</b>	<b>-8.701</b>	<b>-11.645</b>	<b>-2.267</b>	<b>7.221</b>	<b>49.400</b>	<b>48.355</b>
<b>Kennzahlen</b>								
Bruttomarge	-19,2%	-12,1%	6,7%	23,0%	29,0%	29,0%	30,0%	30,0%
EBITDA-Marge	-134,8%	-141,0%	-90,3%	-16,4%	6,4%	9,1%	11,7%	11,9%
EBIT-Marge	-161,5%	-171,2%	-102,1%	-24,7%	-0,3%	4,9%	10,0%	10,3%
Nettomarge	-163,4%	-172,4%	-103,1%	-26,7%	-2,0%	3,7%	9,1%	7,9%
Steuersatz	0,0%	-0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	5,0%	5,0%	20,0%
<b>Ausgaben in % vom Umsatz</b>								
Herstellungskosten	0,0%	112,1%	93,3%	77,0%	71,0%	71,0%	70,0%	70,0%
Personalkosten	0,0%	162,1%	90,0%	28,3%	14,1%	12,5%	10,0%	9,8%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	132,5%	114,4%	69,0%	20,5%	13,1%	10,5%	10,0%	9,9%
<b>Jährliches Wachstum</b>								
Gesamtumsatz	30,9%	122,7%	307,8%	416,3%	164,3%	68,0%	180,0%	13,2%
Operatives Ergebnis	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	470,4%	16,1%
Nettogewinn/ -verlust	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	584,1%	-2,1%



## BILANZ

Alle Angaben in Tsd EUR	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
<b>Vermögen</b>								
<b>Umlaufvermögen, gesamt</b>	<b>3.530</b>	<b>6.633</b>	<b>29.920</b>	<b>39.184</b>	<b>52.591</b>	<b>52.497</b>	<b>125.502</b>	<b>165.527</b>
Liquide Mittel	1.354	4.248	19.604	19.945	17.966	9.928	14.533	40.451
Kurzfristige Investitionen	255	0	0	0	0	0	0	0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	38	184	2.638	5.971	12.625	15.907	44.540	50.418
Vorräte	862	1.300	3.604	9.195	17.927	22.588	62.356	70.585
Sonstige Forderungen	1.020	901	4.073	4.073	4.073	4.073	4.073	4.073
<b>Anlagevermögen, gesamt</b>	<b>4.469</b>	<b>7.917</b>	<b>32.221</b>	<b>112.992</b>	<b>116.021</b>	<b>131.291</b>	<b>143.365</b>	<b>155.863</b>
Sachanlagen	1.245	2.870	23.985	102.335	103.107	116.274	125.013	134.240
Goodwill & Immaterielle Vermögenswerte	2.071	3.977	7.110	9.530	11.787	13.890	17.225	20.497
Nutzungsrechte	1.119	1.055	1.055	1.055	1.055	1.055	1.055	1.055
Sonstige Vermögenswerte	34	72	72	72	72	72	72	72
<b>Aktiva</b>	<b>7.999</b>	<b>14.550</b>	<b>62.141</b>	<b>152.176</b>	<b>168.612</b>	<b>183.787</b>	<b>268.867</b>	<b>321.390</b>
<b>Eigenkapital und Verbindlichkeiten</b>								
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt</b>	<b>2.742</b>	<b>4.452</b>	<b>10.397</b>	<b>18.019</b>	<b>25.269</b>	<b>20.883</b>	<b>34.002</b>	<b>61.192</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten (kurzfristig)	915	1.415	1.186	6.000	9.000	3.000	0	23.075
Leasingverbindlichkeiten	83	155	155	155	155	155	155	155
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	583	947	6.387	9.195	13.445	15.059	31.178	35.292
Rückstellungen (kurzfristig)	62	239	516	516	516	516	516	516
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	1.181	1.851	2.309	2.309	2.309	2.309	2.309	2.309
<b>Langfristige Verbindlichkeiten, gesamt</b>	<b>1.327</b>	<b>1.353</b>	<b>5.224</b>	<b>49.280</b>	<b>60.733</b>	<b>73.074</b>	<b>95.634</b>	<b>72.613</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten	21	21	2.708	34.708	43.708	53.708	73.708	50.633
Leasingverbindlichkeiten	639	575	734	886	1.027	1.088	1.142	1.191
Passive Rechnungsabgrenzungsposten	502	1.428	1.428	1.428	1.428	1.428	1.428	1.428
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	165	512	12.410	14.710	16.910	19.410	19.410	19.410
<b>Anteile Dritter</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>
<b>Eigenkapital</b>	<b>3.931</b>	<b>8.744</b>	<b>46.518</b>	<b>84.875</b>	<b>82.608</b>	<b>89.829</b>	<b>139.229</b>	<b>187.583</b>
<b>Passiva</b>	<b>7.999</b>	<b>14.550</b>	<b>62.141</b>	<b>152.176</b>	<b>168.612</b>	<b>183.787</b>	<b>268.867</b>	<b>321.390</b>
<b>Kennzahlen</b>								
Current ratio (x)	1,29	1,49	2,88	2,17	2,08	2,51	3,69	2,71
Quick ratio (x)	0,97	1,20	2,53	1,66	1,37	1,43	1,86	1,55
Nettoverbindlichkeiten	-673	-2.812	-15.711	20.763	34.742	46.780	59.175	33.257
Net Gearing	-17,1%	-32,2%	-33,8%	24,5%	42,1%	52,1%	42,5%	17,7%
Return on Equity (ROE)	-38,6%	-40,8%	-18,7%	-13,7%	-2,7%	8,0%	35,5%	25,8%
Forderungsumschlag in Tagen	15,1	32,5	114,1	50,0	40,0	30,0	30,0	30,0
Vorratsumschlag in Tagen	284,1	204,5	167,1	100,0	80,0	60,0	60,0	60,0
Kreditorenlaufzeit in Tagen	192,2	149,1	296,1	100,0	60,0	40,0	30,0	30,0



## CASHFLOWRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd EUR	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
<b>EBIT</b>	<b>-1.501</b>	<b>-3.544</b>	<b>-8.622</b>	<b>-10.753</b>	<b>-399</b>	<b>9.516</b>	<b>54.282</b>	<b>63.023</b>
Abschreibungen	248	625	1.002	3.623	7.722	8.096	9.120	10.252
<b>EBITDA</b>	<b>-1.253</b>	<b>-2.920</b>	<b>-7.619</b>	<b>-7.130</b>	<b>7.323</b>	<b>17.612</b>	<b>63.402</b>	<b>73.275</b>
Veränderungen Working Capital	89	528	-1.136	-6.116	-11.135	-6.330	-52.281	-9.993
Sonstiges (Rückstellungen, Zinsen, etc.)	18	255	758	-892	-1.868	-2.295	-4.882	-14.668
<b>Operativer Cashflow</b>	<b>-1.146</b>	<b>-2.137</b>	<b>-7.997</b>	<b>-14.138</b>	<b>-5.681</b>	<b>8.987</b>	<b>6.239</b>	<b>48.614</b>
Investitionen in Sachanlagen	-381	-1.830	-21.570	-80.749	-6.912	-19.354	-15.715	-16.841
Investitionen in immaterielle Vermögenswerte	-1.829	-2.208	-3.483	-3.487	-3.686	-3.871	-5.419	-5.855
<b>Freier Cashflow</b>	<b>-3.356</b>	<b>-6.175</b>	<b>-33.050</b>	<b>-98.374</b>	<b>-16.279</b>	<b>-14.237</b>	<b>-14.895</b>	<b>25.918</b>
Akquisitionen und Verkäufe	0	0	0	0	0	0	0	0
Andere Investitionen	-709	250	-11	0	0	0	0	0
<b>Cashflow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-2.919</b>	<b>-3.789</b>	<b>-25.064</b>	<b>-84.236</b>	<b>-10.598</b>	<b>-23.224</b>	<b>-21.134</b>	<b>-22.696</b>
Cashflow aus FK-Finanzierung, netto	19	1.240	2.463	36.814	12.000	4.000	17.000	0
Cashflow aus EK-Finanzierung, netto	1.200	6.189	48.304	50.000	0	0	0	0
Gezahlte Dividenden	0	0	0	0	0	0	0	0
Sonstige Finanzierung	3.428	1.390	-2.350	11.900	2.300	2.200	2.500	0
<b>Cashflow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>4.646</b>	<b>8.819</b>	<b>48.417</b>	<b>98.714</b>	<b>14.300</b>	<b>6.200</b>	<b>19.500</b>	<b>0</b>
FOREX & sonstige Effekte	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Veränderung der liquiden Mittel</b>	<b>581</b>	<b>2.894</b>	<b>15.356</b>	<b>341</b>	<b>-1.979</b>	<b>-8.037</b>	<b>4.605</b>	<b>25.918</b>
Cash am Anfang der Periode	773	1.354	4.248	19.604	19.945	17.966	9.928	14.533
<b>Cash zum Ende der Periode</b>	<b>1.354</b>	<b>4.248</b>	<b>19.604</b>	<b>19.945</b>	<b>17.966</b>	<b>9.928</b>	<b>14.533</b>	<b>40.451</b>
<b>Jährliches Wachstum</b>								
Operativer Cashflow	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-30,6%	679,2%
Freier Cashflow	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Finanzieller Cashflow	n.a.	89,8%	449,0%	103,9%	-85,5%	-56,6%	214,5%	n.a.

## Imprint / Disclaimer

### First Berlin Equity Research

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

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

Anschrift:

First Berlin Equity Research GmbH  
Mohrenstr. 34  
10117 Berlin  
Germany

Vertreten durch den Geschäftsführer: Martin Bailey

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

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

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

Amtsgericht Berlin Charlottenburg HR B 103329 B

UST-Id.: 251601797

Ggf. Inhaltlich Verantwortlicher gem. § 6 MDSStV

First Berlin Equity Research GmbH

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

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

**Für die Erstellung verantwortliches Unternehmen: First Berlin Equity Research GmbH, Mohrenstraße 34, 10117 Berlin**

Die Erstellung dieser Empfehlung wurde am 6. Mai 2022 um 09:35 Uhr abgeschlossen.

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

**Copyright© 2022 First Berlin Equity Research GmbH.** Kein Teil dieser Finanzanalyse darf ohne vorherige schriftliche Genehmigung durch die First Berlin Equity Research GmbH kopiert, fotokopiert, vervielfältigt oder weiterverbreitet werden, gleich in welcher Form und durch welches Medium. Bei Zitaten ist die First Berlin Equity Research GmbH als Quelle anzugeben. Weitere Informationen sind auf Anfrage erhältlich.

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

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

### **INTERESSENKONFLIKTE**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**STICHTAGE VON KURSEN**

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

**ABSTIMMUNG MIT DEM ANALYSIERTEN UNTERNEHMEN UND EINFLUSSNAHME**

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

**ANLAGEBEWERTUNGSSYSTEM**

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

**ANLAGEEMPFEHLUNG**

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

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

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

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

**RISIKOBEWERTUNG**

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

### ANLAGEEMPFEHLUNG- & KURSZIELHISTORIE

Bericht Nr.:	Tag der Veröffentlichung	Schlusskurs Vortag	Anlageempfehlung	Kursziel/Bewertung
Initial Report	21. September 2020	€ 6,50	Buy	€ 8,90
2...1	↓	↓	↓	↓
2	2. Februar 2021	€ 35,80	Add	€ 41,70
3	27. April 2021	€ 22,30	Add	€ 26,00
4	12. August 2021	€ 26,20	Buy	€ 34,00
5	11. November 2021	€ 23,00	Buy	€ 46,00
6	28. Januar 2022	€ 19,02	Buy	€ 24,00
7	Heute	€ 18,50	Buy	€ 29,00

### ANLAGEHORIZONT

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

### AKTUALISIERUNG

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

### ÄNDERUNGSVORBEHALT

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

#### Die gesetzlich erforderlichen Angaben über

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

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

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

### HAFTUNGSAUSSCHLUSS (DISCLAIMER)

#### ZUVERLÄSSIGKEIT VON INFORMATIONEN UND INFORMATIONQUELLEN

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

#### ZUVERLÄSSIGKEIT VON SCHÄTZUNGEN UND PROGNOSEN

Der Ersteller der Finanzanalyse hat Schätzungen und Prognosen nach bestem Wissen vorgenommen. Diese Schätzungen und Prognosen spiegeln die persönliche Meinung und Wertung des Erstellers wider. Prämissen für Schätzungen und Prognosen, sowie die Sichtweise des Erstellers auf solche Prämissen, unterliegen fortwährender Veränderung. Die jeweiligen Erwartungen über die zukünftige Wertentwicklung eines Finanzinstrumentes sind Ergebnis einer Momentaufnahme und können sich jederzeit ändern. Das Ergebnis einer Finanzanalyse beschreibt immer nur eine – die aus Sicht des Erstellers wahrscheinliche – zukünftige Entwicklung aus einer Vielzahl möglicher zukünftiger Entwicklungen.

Sämtliche Marktwerte oder Kursziele, die für das in dieser Finanzanalyse analysierte Unternehmen angegeben werden, können auf Grund verschiedener Risikofaktoren, einschließlich, aber nicht ausschließlich, Marktvolatilität, Branchenvolatilität, Maßnahmen des analysierten Unternehmens, Wirtschaftslage, Nichterfüllung von Ertrags- und/oder Umsatzprognosen, Nichtverfügbarkeit von vollständigen und genauen Informationen und/oder ein später eintretendes Ereignis, das sich auf die zugrunde liegenden Annahmen des Erstellers bzw. sonstiger Quellen, auf welche sich der Ersteller in diesem Dokument stützt, auswirkt, möglicherweise nicht erreicht werden. In der Vergangenheit erzielte Performance ist kein Indikator für zukünftige Wertentwicklungen; Vergangenheitswerte können nicht in die Zukunft fortgeschrieben werden.

Für die Genauigkeit von Schätzungen und Prognosen wird dementsprechend keinerlei Gewähr übernommen, und weder der Ersteller, noch First Berlin, noch die für die Weitergabe oder die Verbreitung der Finanzanalyse verantwortliche Person, haften für direkte oder indirekte, unmittelbare oder mittelbare Schäden, die aus dem Vertrauen auf die Richtigkeit von Schätzungen und Prognosen entstehen.

#### INFORMATIONSZWECKE, KEINE EMPFEHLUNG, AUFFORDERUNG, KEIN ANGEBOT ZUM KAUF VON WERTPAPIEREN

Die vorliegende Finanzanalyse dient Informationszwecken. Sie soll institutionelle Anleger unterstützen, eigene Investitionsentscheidungen zu treffen, jedoch dem Anleger in keiner Weise eine Anlageberatung zur Verfügung stellen. Weder der Ersteller, noch First Berlin, noch die für die Weitergabe oder die Verbreitung der Finanzanalyse verantwortliche Person, werden durch die Ausarbeitung dieser Finanzanalyse gegenüber einem Anleger als Anlageberater oder als Portfolioverwalter tätig. Jeder Anleger muss sich ein eigenes unabhängiges Urteil über die Geeignetheit einer Investition in Ansehung seiner eigenen Anlageziele, Erfahrungen, der Besteuerungssituation, Finanzlage und sonstiger Umstände bilden.

Die Finanzanalyse stellt keine Empfehlung oder Aufforderung und kein Angebot zum Kauf des in dieser Finanzanalyse genannten Wertpapiers dar. Weder der Ersteller, noch First Berlin, noch die für die Weitergabe oder die Verbreitung der Finanzanalyse verantwortliche Person, übernehmen demzufolge eine Haftung für Verluste, die sich direkt oder indirekt,



unmittelbar oder mittelbar aus der wie auch immer gearteten Nutzung oder dem wie auch immer gearteten Gebrauch von Informationen oder Aussagen aus dieser Finanzanalyse ergeben.

Eine Entscheidung bezüglich einer Wertpapieranlage sollte auf der Grundlage unabhängiger Investmentanalysen und Verfahren sowie anderer Studien, einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf, Informationsmemoranden, Verkaufs- oder Emissionsprospekte erfolgen und nicht auf der Grundlage dieses Dokuments.

#### **KEIN ZUSTANDEKOMMEN VERTRAGLICHER SCHULDVERHÄLTNISSE**

Durch die Kenntnisnahme von dieser Finanzanalyse wird der Empfänger weder zum Kunden von First Berlin, noch entstehen First Berlin durch die Kenntnisnahme irgendwelche vertraglichen, quasi-vertraglichen oder vorvertraglichen Verpflichtungen und/oder Verantwortlichkeiten gegenüber dem Empfänger. Insbesondere kommt kein Auskunftsvertrag zwischen First Berlin und dem Empfänger dieser Informationen zustande.

#### **KEINE PFLICHT ZUR AKTUALISIERUNG**

First Berlin, den Ersteller und/oder die für die Weitergabe oder die Verbreitung der Finanzanalyse verantwortliche Person trifft keine Pflicht zur Aktualisierung der Finanzanalyse. Anleger müssen sich selbst über den laufenden Geschäftsgang und etwaige Veränderungen im laufenden Geschäftsgang des analysierten Unternehmens informieren.

#### **VERVIELFÄLTIGUNG**

Der Versand oder die Vervielfältigung dieses Dokuments ist ohne die vorherige schriftliche Zustimmung von First Berlin nicht gestattet.

#### **SALVATORISCHE KLAUSEL**

Sollte sich eine Bestimmung dieses Haftungsausschlusses unter dem jeweils anwendbaren Recht als rechtswidrig, unwirksam oder nicht durchsetzbar erweisen, ist die betreffende Bestimmung so zu behandeln, als wäre sie nicht Bestandteil dieses Haftungsausschlusses; in keinem Fall berührt sie die Rechtmäßigkeit, Wirksamkeit oder Durchsetzbarkeit der übrigen Bestimmungen.

#### **ANWENDBARES RECHT, GERICHTSSTAND**

Die Erstellung dieser Finanzanalyse unterliegt deutschem Recht. Der Gerichtsstand für etwaige Streitigkeiten ist Berlin (Deutschland).

#### **KENNTNISNAHME VOM HAFTUNGSAUSSCHLUSS**

Durch die Kenntnisnahme von dieser Finanzanalyse bestätigt der Empfänger die Verbindlichkeit der vorstehenden Ausführungen.

Indem der Empfänger dieses Dokument nutzt oder sich gleich in welcher Weise darauf verlässt, akzeptiert er die vorstehenden Beschränkungen als für ihn verbindlich.

#### **QUALIFIZIERTE INSTITUTIONELLE INVESTOREN**

Die Finanzanalysen von First Berlin sind ausschließlich für qualifizierte institutionelle Investoren bestimmt.

**Dieser Bericht ist nicht zur Verbreitung in den USA und/oder Kanada bestimmt.**