

# Enapter AG

Deutschland | Erneuerbare Energien | Marktkapitalisierung EUR 289,6 Mio.

24-Oct-23

UPDATE



## Roundtable bestätigt Investment Case, Kaufen

### What's it all about?

Sebastian-Justus Schmidt, Co-CEO und Gründer von Enapter, und Dr. Jürgen Laakmann, Co-CEO, hielten einen Vortrag beim AlsterResearch Roundtable. Der Vortrag behandelte die Spezifikationen von Enapters patentierter Elektrolysetechnologie (AEM) und deren Vorteile und Wachstumsperspektiven im Vergleich zu herkömmlichen Elektrolyseuren (eine Aufzeichnung kann [hier](#) angesehen werden). Mit seiner hochmodernen Elektrolysetechnologie ist das Unternehmen in der Lage, nicht nur den Wasserstoffmarkt zu revolutionieren, sondern auch die Energiespeicherindustrie mit der Einführung von AEM Multicore Anlagen im MW-Bereich. Wir gehen davon aus, dass sich der Umsatz bis 2025 jährlich verdoppeln wird, getrieben durch den Verkauf von skalierten Mehrkernsystemen, mit einem Potenzial für zweistellige EBITDA-Margen bis 2026. Unsere Empfehlung lautet KAUFEN mit einem Kursziel von EUR 20,00.

### KAUFEN (KAUFEN)

Kursziel	EUR 20,00 (20,00)
Aktueller Kurs	EUR 10,65
Kurspotenzial	87,8%



### ANALYST

**Leon Mühlenbruch**

[l.muehlenbruch@alsterresearch.com](mailto:l.muehlenbruch@alsterresearch.com)

+49 40 309 293-58

# Enapter AG

Deutschland | Erneuerbare Energien | Marktkap. EUR 289,6 Mio. | EV EUR 288,4 Mio.

**KAUFEN** (KAUFEN)

**Kursziel** EUR 20,00 (20,00)  
**Aktueller Kurs** EUR 10,65  
**Kurspotenzial** 87,8%

**ANALYST**

**Leon Mühlenbruch**  
 l.muehlenbruch@alsterresearch.com  
 +49 40 309 293-58

## Roundtable bestätigt Investment Case, KAUFEN

**Präsentation beim AlsterResearch Roundtable.** Sebastian-Justus Schmidt, Co-CEO & Gründer von Enapter, und Dr. Jürgen Laakmann, Co-CEO, hielten einen Vortrag beim AlsterResearch Roundtable. Der Vortrag behandelte die Spezifikationen von Enapters patentierter Elektrolysetechnologie (AEM), deren Vorteile und Wachstumsperspektiven im Vergleich zu herkömmlichen Elektrolyseuren (Die Aufzeichnung ist [hier](#) abrufbar).

**Qualität.** Enapter hat nicht nur mit der Produktion der AEM Multicore Anlage im MW-Bereich begonnen, wo eine große Nachfrage besteht, sondern hat in diesem Jahr auch ein neues Mittelklassemodell, den AEM Flex 120, auf den Markt gebracht. Die AEM-Technologie, die im Gegensatz zur PEM-Technologie ohne das knappe und teure Iridium auskommt, wird in Zukunft voraussichtlich nicht nur kostengünstiger sein, sondern auch in der Lage, die wachsende Nachfrage auf dem Wasserstoffmarkt trotz Iridiumknappheit zu befriedigen. Enapter verfügt aufgrund seiner langjährigen Erfahrung in der Lieferung von AEM Einkernsystemen über einen erheblichen Vorsprung in der AEM-Technologie, die bis 2030 durch Patente geschützt ist.

**Wachstum.** Der Markt für grünen Wasserstoff steckt noch in den Kinderschuhen, ähnlich wie die Automobilindustrie in den 1930er Jahren, vor allem im Bereich der Energiespeicherung, wo bisher nur wenige MW an Installationen realisiert wurden. Der Druck zur Dekarbonisierung lässt jedoch ein schnelles Wachstum in diesem Bereich mit prognostizierten Wachstumsraten von über 50% in den nächsten Jahren erwarten. Die AEM-Technologie von Enapter eignet sich in einzigartiger Weise für intermittierende Energiequellen und ist daher eine ausgezeichnete Wahl für die Speicherung von erneuerbarer Energie in Form von Wasserstoff. Der modulare Aufbau mittels einheitlichen Stacks ermöglicht es, das Produkt einfach zu skalieren, um auf die sich entwickelnden Marktanforderungen ausgerichtet zu sein.



Quelle: AlsterResearch

**Hoch/Tief 52 W.** 19,05 / 9,88  
**Kurs/Buchwert** 3,1x

**Ticker / Symbols**

**ISIN** DE000A255G02  
**WKN** A255G0  
**Bloomberg** H20:GR

**Änderung der Prognosen**

		Umsatz	EBIT	GjA
2023E	old	30,6	-15,4	-0,62
	Δ	0,0%	na%	na%
2024E	old	57,8	-11,3	-0,58
	Δ	0,0%	na%	na%
2025E	old	129,4	1,0	-0,18
	Δ	0,0%	0,0%	na%

**Aktienkennzahlen**

**Aktienanzahl (in Mio. Stück)** 27,20  
**Buchwert p.A.: (in EUR)** 3,39  
**Ø Handelsvolumen: (52 W.)** 6.519

**Aktionärsstruktur**

**BluGreen (Sebastian Schmidt)** 66,1%  
**Johnson Matthey Plc** 3,9%  
**Sergei Storozhenko** 4,1%  
**Streubesitz** 22,9%

**Unternehmensbeschreibung**

Enapter stellt einheitliche Elektrolysesysteme her, die nach dem Baukastenprinzip zu größeren Modulen kombiniert werden können. Die verwendete innovative Anionenaustauschmembran-Elektrolyse (AEM) ist eine Weiterentwicklung (keine Edelmetalle) der PEM-Technologie. Enapter hat seinen AEM-Elektrolyseur patentiert, der ein noch kostengünstigeres Design aufweist und durch seine einheitliche Form sehr flexibel ist und in Serie produziert werden kann.

Enapter AG	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Umsatz	2,1	8,4	14,7	30,6	57,8	129,4
Wachstum yoy	122,7%	307,8%	73,8%	108,6%	88,7%	124,0%
EBITDA	-2,9	-7,6	-10,6	-10,1	-6,5	8,6
EBIT	-3,5	-8,6	-12,9	-15,4	-11,3	1,0
Jahresüberschuss	-3,6	-8,7	-13,0	-16,9	-15,8	-5,0
Nettoverschuldung	-2,1	-15,0	-1,2	27,2	53,8	67,1
Nettoversch./EBITDA	0,7x	2,0x	0,1x	-2,7x	-8,3x	7,8x
Gewinn pro Aktie	-1,21	-0,38	-0,51	-0,62	-0,58	-0,18
Dividende pro Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rohertagsmarge	-0,4%	13,1%	21,7%	24,0%	30,3%	32,9%
EBITDA-Marge	-141,1%	-90,2%	-72,1%	-33,0%	-11,2%	6,7%
EBIT-Marge	-171,2%	-102,1%	-87,6%	-50,3%	-19,5%	0,8%
ROCE	-30,5%	-16,2%	-13,9%	-14,7%	-7,6%	0,5%
EV/EBITDA	-98,5x	-36,0x	-27,3x	-31,4x	-53,1x	41,5x
EV/EBIT	-81,1x	-31,9x	-22,4x	-20,6x	-30,5x	361,1x
KGV	-8,8x	-28,3x	-20,9x	-17,1x	-18,4x	-57,8x
FCF-Rendite	-6,8%	-3,2%	-5,7%	-4,8%	-4,9%	-0,5%

Quelle: Unternehmensdaten, AlsterResearch

**Bewertung.** Wir erwarten eine jährliche Umsatzverdopplung bis 2025 aufgrund des starken Absatzes von Mehrkernsystemen. Dieses Wachstum wird den Weg für Kosteneinsparungen durch Skaleneffekte ebnen. Damit ist das Unternehmen gut positioniert, um langfristig zweistellige EBITDA-Margen zu erzielen, unterstützt durch zusätzliche Marktchancen und profitable Serviceverträge. Wir bestätigen unser Kaufen-Rating, da die Bewertung die Wachstumsaussichten des Wasserstoffmarktes und die positiven Aussichten für die Technologie von Enapter nicht widerspiegelt. Unser Kursziel von EUR 20 impliziert ein Aufwärtspotenzial von fast 88%.

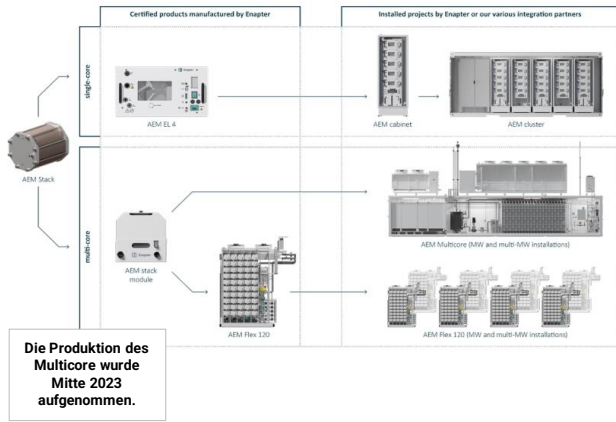
Die folgende Tabelle zeigt die halbjährliche Performance von **Enapter AG**:

GuV Daten	H2 2020	H1 2021	H2 2021	H1 2022	H2 2022	H1 2023
Umsatz	2,1	2,0	6,4	3,3	11,4	4,8
yoy Wachstum in %	na%	218,0%	210,5%	64,5%	76,7%	43,8%
Bruttogewinn	-7,6	0,5	0,6	0,0	3,1	0,9
Bruttomarge in %	-367,4%	26,1%	9,1%	1,4%	27,6%	19,7%
EBITDA	-3,4	-3,6	-3,8	-6,8	-2,5	-7,0
EBITDA-Marge %	-166,3%	-176,3%	-59,0%	-204,4%	-22,3%	-147,2%
EBIT	-3,4	-3,9	-4,7	-7,6	-5,2	-8,6
EBIT-Marge in %	-166,3%	-195,8%	-72,7%	-229,7%	-46,2%	-180,3%
EBT	-3,5	-4,0	-4,7	-7,7	-5,3	-9,9
gezahlte Steuern	0,0	0,0	-0,0	0,0	0,0	0,0
Steuersatz in %	-0,1%	-0,1%	0,3%	-0,1%	-0,3%	-0,0%
Nettogewinn	-3,5	-4,0	-4,7	-7,7	-5,3	-9,9
yoy Wachstum in %	na%	na%	na%	na%	na%	na%
<b>EPS</b>	<b>-0,92</b>	<b>-0,17</b>	<b>-0,20</b>	<b>-0,31</b>	<b>-0,20</b>	<b>-0,37</b>

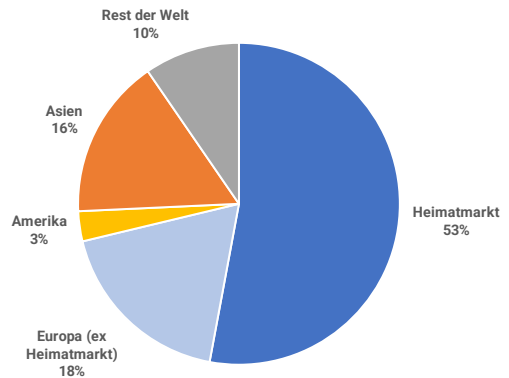
Quelle: Unternehmensangaben; AlsterResearch

# Investment Case in sechs Grafiken

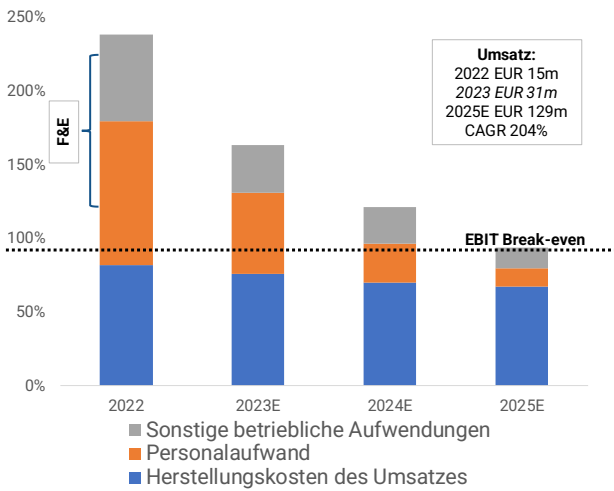
## Patentierte AEM-Elektrolyse-Systeme



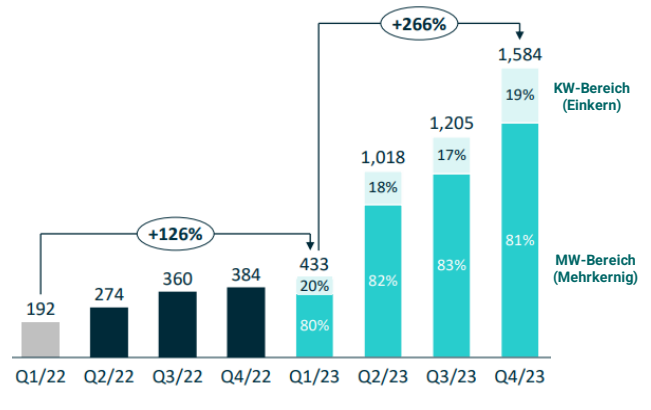
## Regionale Umsatzverteilung 2022 in %



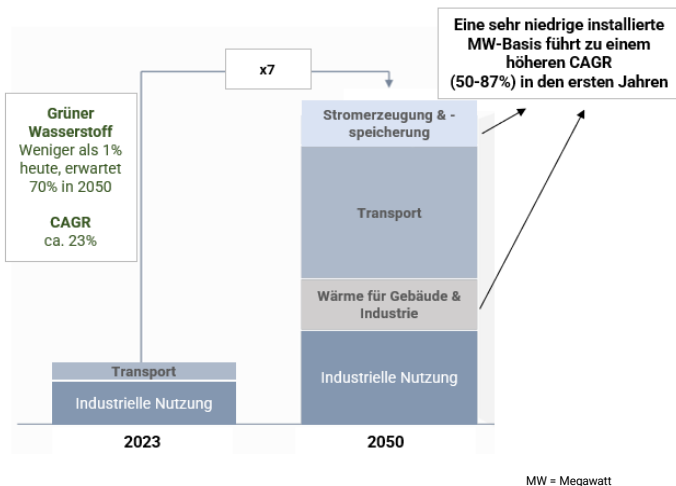
## Kostenprognose (in % des Gesamtumsatzes)



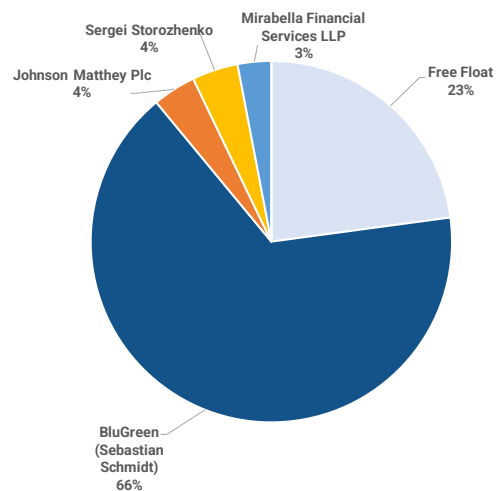
## Verkaufspipeline (EURm)



## Ausblick des Wasserstoffsektors



## Großaktionäre



Quelle: Unternehmensangaben; AlsterResearch

# SWOT Analyse

## Stärken

- Kostengünstigere Technologie als PEM (geringere Materialkosten)
- Keine Abhängigkeit von seltenen Metallen wie Titan und Iridium
- Flexible Einheiten für unterschiedliche Anlagengrößen
- Breites Kundennetzwerk
- Fokus auf Stromspeicherung mit Wasserstoff
- Patentiertes Kern-System
- Software-Expertise für die Anlagensoftware
- Volle vertikale Integration und Autarkie

## Schwächen

- Bislang nur einstellige MW-Zahl installiert
- Begrenzter Leistungsausweis der Technologie
- Wachstum (F&E und Investitionen) wird Fremdfinanzierung erfordern
- Auftragsvolumen noch zu gering, um die Gewinnschwelle zu erreichen

## Chancen

- Standardisierte Module ermöglichen Massenproduktion und Skaleneffekte
- Steigerung der Leistung eines gestapelten Moduls auf MW
- Rentable Dienstleistungsverträge
- Rasches Wachstum des Marktes für die Speicherung von Wasserstoffenergie von einer niedrigen Basis aus (insbesondere in Europa)

## Risiken

- Massenproduktion kommt nicht wie erwartet in Gang
- Der Markt steckt noch in den Kinderschuhen, Gefahr durch neue Technologien
- Marktübergang von einem subventionsgetriebenen, anbieterzentrierten Markt zu einem nachfragegetriebenen Markt mit niedrigen Margen, ähnlich wie in der Wind- und Solarindustrie
- Hohe Stromkosten machen die Elektrolyse für die Kunden weniger rentabel

# Bewertung

## DCF-Modell

Aus dem DCF-Modell ergibt sich ein Zeitwert von **EUR 20,34** pro Aktie:

**Umsatzwachstum:** Wir gehen davon aus, dass Enapter AG weiterhin von strukturellem Wachstum profitieren sollte. Daher liegt unsere Wachstumserwartung für 2023E-2030E bei 55,1% p.a. Die langfristige Wachstumsrate liegt bei 5,0%.

**ROCE.** Die Kapitalrendite steigt von -14,7% in 2023E auf 16,2% in 2030E.

**WACC.** Das durchschnittliche historische 1-, 3- und 5-Jahres-Aktienbeta beträgt 1,52. Ohne Berücksichtigung des Mean Reversion ergibt sich ein Asset-Beta von 1,27. In Kombination mit einem risikofreien Zinssatz von 2,0% und eine Risikoprämie von 6,0% ergibt sich ein Eigenkapitalkostensatz von 12,5%. Bei Fremdkapitalkosten vor Steuern von 5,0%, einer Steuerquote von 25,0% und einer Zielverschuldung/Eigenkapital von 0,5, ergibt sich ein langfristiges WACC von 9,6%.

DCF (in Mio. EUR) (außer Daten je Aktie und Beta)	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	Endwert
NOPAT	-15,4	-11,3	0,7	21,0	31,9	48,1	64,5	67,2	
Abschreibung & Amortis.	5,3	4,8	7,6	5,5	9,4	11,2	12,0	13,3	
Änderung des w/c	1,0	0,4	2,8	7,7	5,7	2,7	0,9	-0,5	
Änderung Rückstellungen	2,1	1,2	0,7	-2,2	2,4	3,0	2,9	0,6	
Capex	-19,9	-17,3	-19,4	-23,6	-23,3	-29,0	-37,7	-39,6	
Cash flow	-26,9	-22,2	-7,6	8,4	26,1	36,0	42,6	41,1	938,8
Barwert (Gegenwartswert)	-26,4	-19,7	-6,2	6,3	17,8	22,4	24,2	21,3	486,0
WACC	9,9%	10,3%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%

DCF pro Aktie abgeleitet aus	
Gesamter Barwert	525,7
Adj. Halbjahres-Barwert	550,7
Nettoverschuldung	-1,2
Finanzanlagen	1,2
Rückstellungen	na
Wert des Eigenkapitals	553,1
Anzahl ausstehender Aktien	27,2
<b>Discountierter Cash Flow / Aktie</b>	<b>20,34</b>
<b>Discount / (Prämie)</b>	<b>91,0%</b>

Aktienkurs	10,65
------------	-------

DCF, durchschn. Wachstum und Gewinnannahmen	
Planungshorizont durchsch. Wachstum (2023E-2030E)	55,1%
Endwert Wachstum (2030E - Unendlichkeit)	5,0%
Endwert ROCE	16,2%
Endwert WACC	9,6%

WACC abgeleitet aus	
Kosten der Kreditaufnahme vor Steuern	5,0%
Steuersatz	25,0%
Beta	1,52
Unlevered Beta (Industrie der Unternehmen)	1,27
Zielrate Verschuldung / Eigenkapital	0,5
Relevered beta	1,75
Risikoloser Zins	2,0%
Risikoprämie	6,0%
Eigenkapitalkosten	12,5%

## Sensitivitätsanalyse DCF

	WACC	Langfristige Wachstumsrate					Anteil Endwert	
		4,0%	4,5%	5,0%	5,5%	6,0%		
	2,0%	11,3	12,0	12,9	13,9	15,1	2023E-2026E	-8,8%
	1,0%	13,6	14,7	15,9	17,4	19,2	2027E-2030E	16,3%
	0,0%	16,8	18,4	<b>20,3</b>	22,7	25,8	Endwert	92,4%
	-1,0%	21,5	24,0	27,2	31,5	37,4		
	-2,0%	28,8	33,2	39,5	48,6	63,6		

Quelle: AlsterResearch

## FCF-Ertragsmodell

Aufgrund der Tatsache, dass Unternehmen in Bezug auf geografische Exposition, Größe oder Wettbewerbsstärke selten genügend Ähnlichkeit mit Konkurrenten aufweisen, und um die Fallstricke einer schwachen langfristigen Sichtbarkeit auszugleichen, wurde eine Analyse des bereinigten freien Cashflows (bereinigter FCF) durchgeführt.

Die bereinigte Free Cash Flow Rendite ergibt einen fairen Wert von EUR -12,28 pro Aktie auf der Basis von 2023E und EUR 23,78 pro Aktie auf der Basis von 2027E.

Die Hauptstellschraube dieses Modells ist die Höhe der Rendite, die einem kontrollierenden Investor zur Verfügung steht, beeinflusst durch die Kapitalkosten dieses Investors (Opportunitätskosten) und dem Kaufpreis - in diesem Fall dem Unternehmenswert des Unternehmens. Hier wird die bereinigte FCF-Rendite als Proxy für die erforderliche Rendite verwendet und ist definiert als EBITDA abzüglich Minderheitsbeteiligungen, Steuern und Investitionen, die zur Erhaltung des vorhandenen Vermögens erforderlich sind (Erhaltungsinvestitionen).

FCF Rendite EUR Mio.	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
<b>EBITDA</b>	<b>-10,1</b>	<b>-6,5</b>	<b>8,6</b>	<b>33,5</b>	<b>52,0</b>
- Erhaltungsinvestitionen	5,3	4,8	7,6	5,5	9,4
- Minderheiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Steuerzahlungen	0,0	0,0	-1,7	4,8	7,9
<b>= Adjustierter FCF</b>	<b>-15,4</b>	<b>-11,3</b>	<b>2,7</b>	<b>23,1</b>	<b>34,6</b>
<b>Aktuelle MarketCap</b>	<b>289,6</b>	<b>289,6</b>	<b>289,6</b>	<b>289,6</b>	<b>289,6</b>
+ Nettoversch. (-cash)	27,2	53,8	67,1	65,2	47,2
+ Pensionsverpfl.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Off-B/S Finanzierung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Fin. Verm.gegenstände	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
- Kumulierte Dividenden	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>EV Adjustierungen</i>	26,0	52,7	66,0	64,1	46,1
<b>= Richtiger EV</b>	<b>315,6</b>	<b>342,3</b>	<b>355,6</b>	<b>353,7</b>	<b>335,7</b>
<b>Adjustierte FCF-Rendite</b>	<b>-4,9%</b>	<b>-3,3%</b>	<b>0,7%</b>	<b>6,5%</b>	<b>10,3%</b>
Basis Hurdle Rate	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
ESG Adjustierung	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Adj. Hurdle Rate	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
<b>Fairer EV</b>	<b>-256,6</b>	<b>-187,9</b>	<b>44,3</b>	<b>385,8</b>	<b>577,3</b>
- EV Adjustierung	26,0	52,7	66,0	64,1	46,1
<b>Faire MarketCap</b>	<b>-282,6</b>	<b>-240,6</b>	<b>-21,7</b>	<b>321,7</b>	<b>531,2</b>
Anzahl Aktien (Mio.)	27,2	27,2	27,2	27,2	27,2
<b>Fairer Wert je Aktie EUR</b>	<b>-10,39</b>	<b>-8,85</b>	<b>-0,80</b>	<b>11,83</b>	<b>19,53</b>
<b>Prämie (-) / Discount (+)</b>	<b>-197,6%</b>	<b>-183,1%</b>	<b>-107,5%</b>	<b>11,1%</b>	<b>83,4%</b>

### Sensitivitätsanalyse fairer Wert

	4,0%	-15,1	-12,3	0,0	18,9	30,1
<b>Adj. Hurdle Rate</b>	5,0%	-12,3	-10,2	-0,5	14,7	23,8
	<b>6,0%</b>	<b>-10,4</b>	<b>-8,8</b>	<b>-0,8</b>	<b>11,8</b>	<b>19,5</b>
	7,0%	-9,0	-7,9	-1,0	9,8	16,5
	8,0%	-8,0	-7,1	-1,2	8,3	14,2

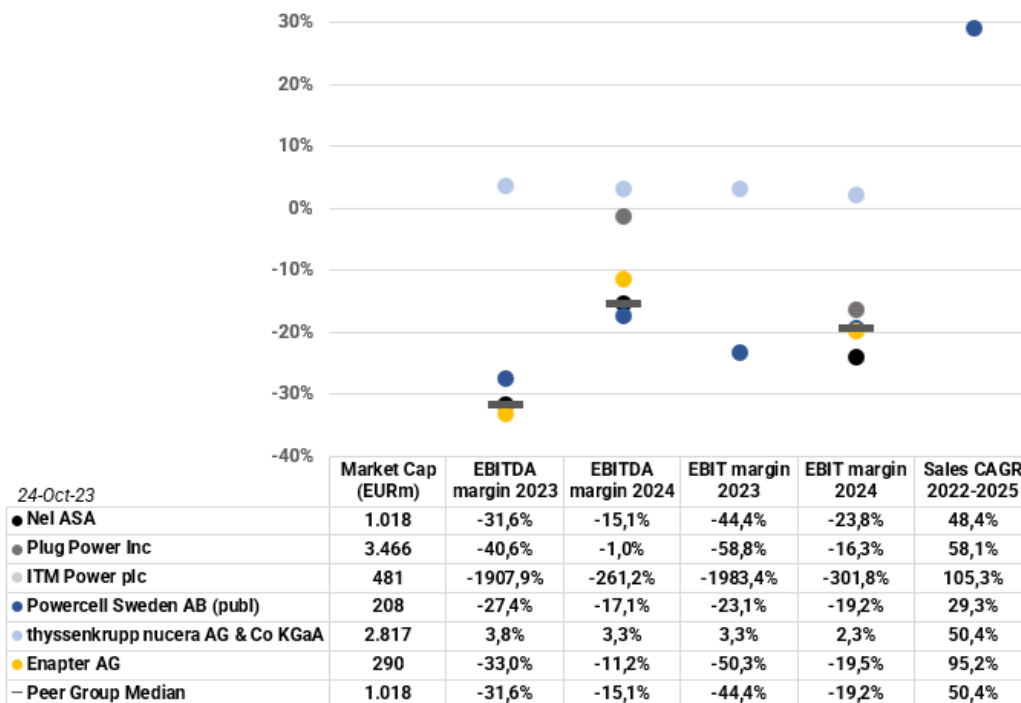
Quelle: Unternehmensangaben; AlsterResearch

Einfach ausgedrückt geht das Modell davon aus, dass die Investoren von den Unternehmen eine Mindestrendite auf den Kaufpreis des Investors verlangen. Die geforderte Rendite nach Steuern entspricht der Hürde des Modells von 6,0%. Eine geringere Rendite deutet darauf hin, dass die Aktie teuer ist; eine höhere Rendite deutet darauf hin, dass die Aktie günstig ist. **Basierend auf dem gesamten Leeway ESG-Score können ESG-Anpassungen anwendbar sein. Eine hohe Punktzahl deutet auf ein hohes Bewusstsein für ökologische, soziale oder Governance-Themen hin und kann daher das Gesamtrisiko einer Investition in das Unternehmen senken. Eine niedrige Punktzahl hingegen kann das Risiko einer Investition erhöhen und somit eine höhere erforderliche Hurdle Rate auslösen.**

## Peer-Group-Analyse

Eine Peer-Group-Analyse oder Analyse vergleichbarer Unternehmen ("Comps") ist eine Methode zur Berechnung des relativen Wertes eines Unternehmens - wie viel es im Vergleich zu anderen ähnlichen Unternehmen wert sein sollte. Da sich die Enapter AG in Bezug auf Größe, Ausrichtung, Finanzkraft und Wachstumspfad erheblich von anderen Unternehmen unterscheidet, betrachten wir unsere Peer-Group-Analyse lediglich als Unterstützung für andere Bewertungsmethoden. Die Peer Group der Enapter AG besteht aus den unten aufgeführten Aktien. Zum 10. Oktober 2023 betrug die durchschnittliche Marktkapitalisierung der Peer Group EUR 1.070,4 Mio. im Vergleich zu EUR 299,1m der Enapter AG. Die Peer Group war im Berichtszeitraum profitabler als die Enapter AG. Die Erwartungen für das Umsatzwachstum sind für die Peer Group niedriger als für die Enapter AG.

### Peer Group - Eckdaten

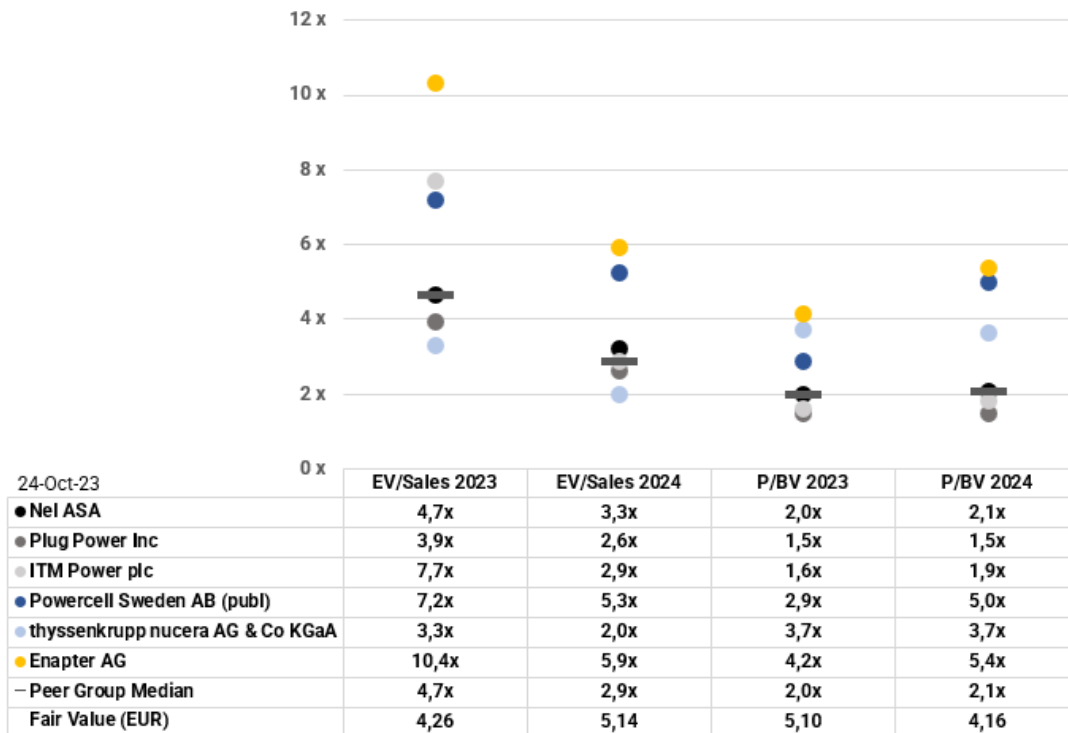


Quelle: Sentio, AlsterResearch



Die Analyse vergleichbarer Unternehmen basiert auf der Annahme, dass ähnliche Unternehmen ähnliche Bewertungsmultiplikatoren aufweisen. Wir verwenden folgende Multiplikatoren: EV/EBITDA 2023, EV/EBITDA 2024, EV/Umsatz 2023, EV/Umsatz 2024, P/BV 2023 und P/BV 2024. Bei Anwendung dieser Multiplikatoren auf die Enapter AG ergibt sich eine Wertbandbreite von EUR 4,33 bis EUR 6,21.

### Peer Group – Multiplikatoren und Bewertung



Quelle: Sentio, AlsterResearch

Es folgt eine detaillierte Beschreibung der Peer Group (Quelle: Sentio):

**Nel ASA**, ehemals Diagenic ASA, ist ein in Norwegen ansässiges Wasserstoffunternehmen, das Lösungen für die Herstellung, Speicherung und Verteilung von Wasserstoff aus erneuerbaren Energien anbietet. Die Wasserstofflösungen des Unternehmens decken die gesamte Wertschöpfungskette von der Wasserstoffproduktionstechnologie bis hin zu Wasserstofftankstellen ab. Die Aktivitäten von Nel ASA sind in zwei Geschäftssegmente unterteilt: Nel Hydrogen Fueling und Nel Hydrogen Electrolyser. Das Segment Nel Hydrogen Fueling ist ein Hersteller von Wasserstofftankstellen, die Brennstoffzellen-Elektrofahrzeugen (FCEVs) die gleiche schnelle Betankung und große Reichweite bieten wie herkömmliche Fahrzeuge mit fossilen Brennstoffen, während das Segment Nel Hydrogen Electrolyser ein weltweiter Anbieter von Wasserstoffproduktionsanlagen und -ausrüstungen ist, die sowohl auf der alkalischen als auch auf der PEM-Wasserelektrolyse-Technologie (Polymer Electrolyte Membrane) basieren. Das Unternehmen hat mehrere Tochtergesellschaften, darunter Proton Energy Systems Inc, Nel Hydrogen Electrolyser AS und Nel Korea Co Ltd.

**ITM Power plc** ist ein Unternehmen für Energiespeicherung und saubere Brennstoffe. Das Unternehmen stellt integrierte Wasserstoff-Energielösungen für den Netzausgleich, die Energiespeicherung und die Produktion von erneuerbarem Wasserstoff für den Verkehr, erneuerbare Wärme und Chemikalien her. Seine Protonenaustauschmembran-Elektrolyseure (PEM-Elektrolyseure) nutzen erneuerbaren Strom und Wasser zur Erzeugung von grünem Wasserstoff durch einen Prozess namens Elektrolyse. Zu den Elektrolyseuren gehören HGAS1SP, HGAS3SP und 3MEP CUBE. HGAS1SP ist ein kleines PEM-Elektrolyseursystem in

Containerbauweise und sein Plug & Play-Produkt umfasst einen einzelnen PEM-Elektrolyseur-Stack von ITM Power sowie alle erforderlichen Untersysteme, die für die Produktion von grünem Wasserstoffgas unter Selbstdruck erforderlich sind. HGAS3SP ist ein mittelgroßes PEM-Elektrolyseursystem in Containerbauweise, und sein Plug & Play-Produkt umfasst drei ITM Power PEM-Elektrolyseur-Stacks sowie alle notwendigen Subsysteme, die für die Produktion von grünem Wasserstoffgas unter Selbstdruck erforderlich sind. 3MEP CUBE ist ein modulares System für die Produktion von Wasserstoff in großen Mengen.

**Plug Power Inc.** ist ein Anbieter von schlüsselfertigen Wasserstoff-Brennstoffzellenlösungen. Das Unternehmen bietet Elektrolyseure an, die es Kunden wie Raffinerien, Chemie-, Stahl- und Düngemittelherstellern sowie gewerblichen Tankstellen ermöglichen, Wasserstoff vor Ort zu erzeugen. Das Unternehmen konzentriert sich auf Anwendungen im Bereich der industriellen Mobilität, einschließlich elektrischer Gabelstapler und elektrischer Industriefahrzeuge, an mehrschichtigen Produktions- und Vertriebsstandorten mit hohem Durchsatz sowie auf Umweltvorteile; stationäre Stromversorgungssysteme, die kritische Betriebsabläufe wie Rechenzentren, Microgrids und Stromerzeugungsanlagen entweder als Notstromversorgung oder als Dauerstromversorgung unterstützen und Batterien, Dieselgeneratoren oder das Stromnetz für Kunden aus den Bereichen Telekommunikationslogistik, Transport und Energieversorgung ersetzen; und die Herstellung von Wasserstoff. Zu den Produkten des Unternehmens gehören GenDrive, GenFuel, GenCare, GenSure, GenKey, ProGen, Elektrolyseure, Verflüssigungssysteme und kryogene Anlagen. Das Unternehmen bedient den nordamerikanischen und europäischen Markt für Materialtransport.

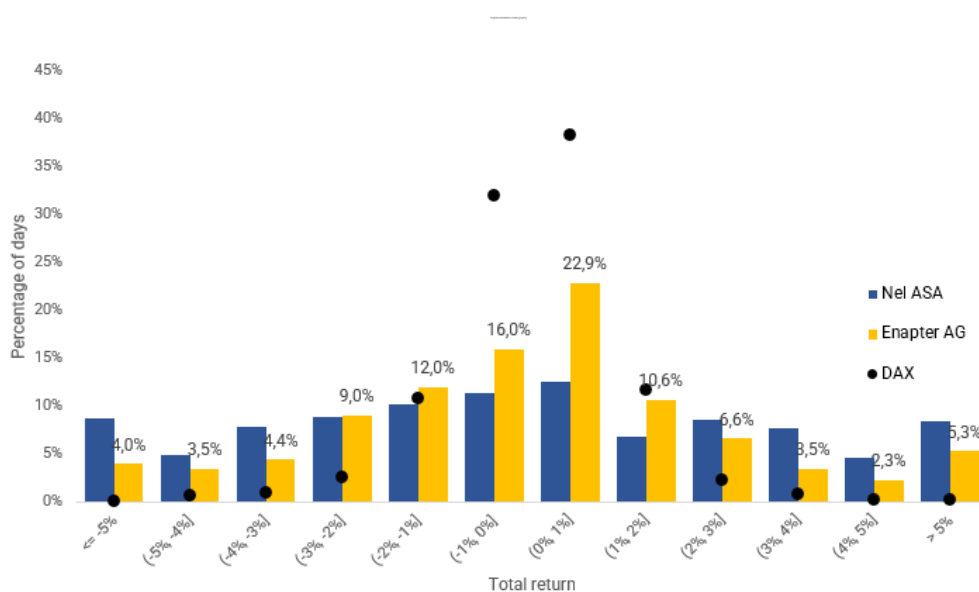
**Powercell Sweden AB (publ)** ist ein in Schweden ansässiges Unternehmen, das im Bereich der sauberen Energie tätig ist. Es befasst sich mit der Entwicklung, der Herstellung und dem Vertrieb von Energiesystemen mit Brennstoffzellen- und Reformertechnologie. Die Systeme verarbeiten sowohl fossile als auch erneuerbare Brennstoffe und wandeln sie in Wasserstoff um, der die Energiezellen antreibt. Das Produktangebot des Unternehmens umfasst: Fuel Cell Stack, der für den Betrieb in der APU-Umgebung (Auxiliary Power Unit) mit Reformatgas oder Wasserstoff ausgelegt ist und von einem bis sechs Kilowatt (kW) reicht; und PowerPac, eine komplette Stromerzeugungseinheit im Bereich von einem bis drei kW, die mit schwefelarmem Straßendiesel betrieben wird. Zu den möglichen Anwendungsbereichen der Produkte gehören Telekommunikation, Verkehr, Stromversorgung von Gebäuden und Militär.

**Thyssenkrupp nucera** ist ein Umwelttechnikunternehmen für Elektrolyseanlagen. Das Unternehmen konzentriert sich auf die Entwicklung, Produktion, das Projektmanagement und die Wartung von Anlagen zur Erzeugung von Wasserstoff nach dem Chlor-Alkali-Verfahren für die industrielle Nutzung und nach der alkalischen Wasserstoff-Elektrolyse für die Versorgung mit grüner Energie. (Quelle: AlsterResearch)

# Risiken

Das Diagramm zeigt die Verteilung der täglichen Renditen der Enapter AG über die letzten 3 Jahre, verglichen mit der gleichen Verteilung für Nel ASA. Wir haben auch die Verteilung für den DAX-Index eingefügt. Die Verteilung vermittelt ein besseres Verständnis des Risikos als Messgrößen wie die Volatilität, die davon ausgehen, dass die logarithmischen Renditen normal verteilt sind. In Wirklichkeit sind sie die Abwärtsbewegungen größer. Große Bewegungen treten häufiger auf als vorhergesagt. Außerdem werden bei der Volatilität Aufwärts- und Abwärtsbewegungen gleichbehandelt, während sich die Anleger mehr Sorgen um Abwärtsbewegungen machen. Für die Enapter AG war der schlechteste Tag in den letzten 3 Jahren der 18/12/2020 mit einem Kursrückgang von -25,5%. Der beste Tag war der 14.10.2020, als der Aktienkurs um 114,3% stieg.

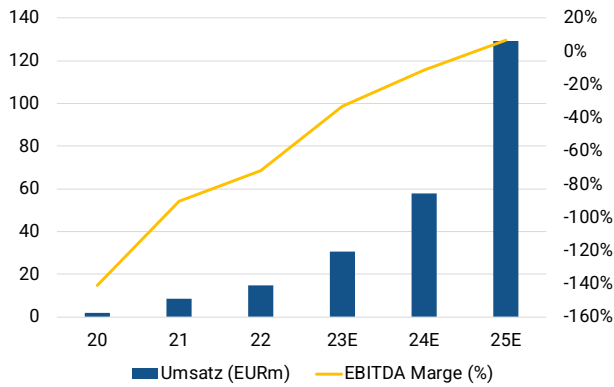
## Risiko - Tägliche Renditeverteilung (3 Jahre)



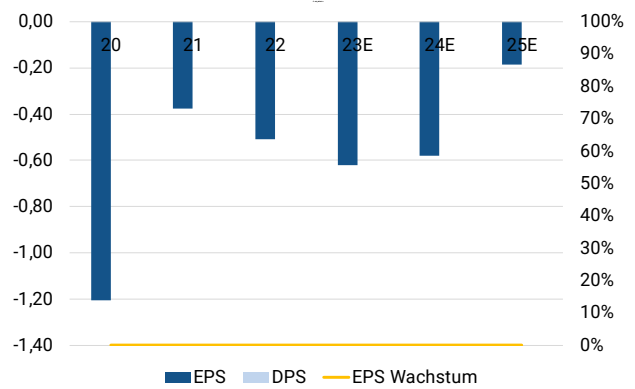
Quelle: Sentio, AlsterResearch

# Finanzkennzahlen in sechs Grafiken

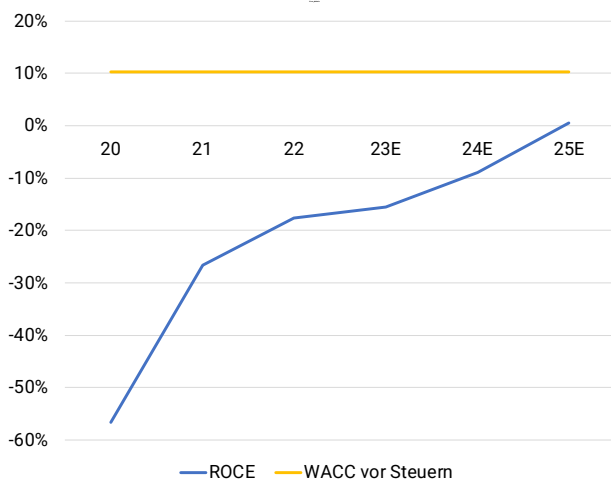
**Umsatz vs. EBITDA-Margen-Entwicklung**



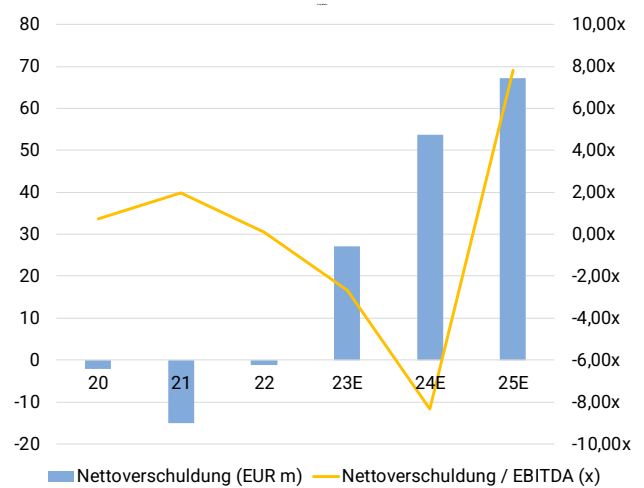
**EPS, DPS in EUR & yoy EPS Wachstum**



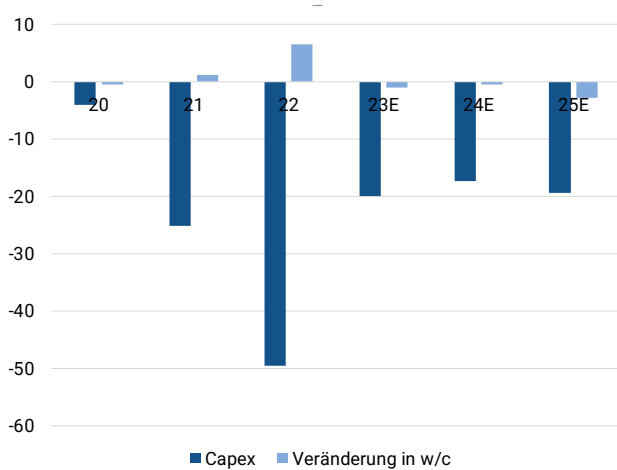
**ROCE vs. WACC (vor Steuern)**



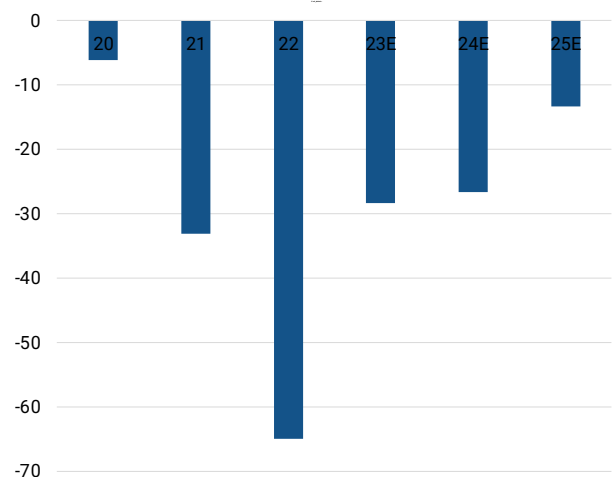
**Nettoverschuldung und NV/EBITDA**



**Capex & w/c Anforderungen in EURm**



**Free Cash Flow in EURm**



Quelle: Company data; AlsterResearch

# Finanzkennzahlen

Gewinn und Verlustrechnung (Mio. EUR)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>Nettoumsatz</b>	<b>2,1</b>	<b>8,4</b>	<b>14,7</b>	<b>30,6</b>	<b>57,8</b>	<b>129,4</b>
Umsatzwachstum	122,7%	307,8%	73,8%	108,6%	88,7%	124,0%
Änderung der (un-)Fertigerzeugnisse	0,2	0,5	0,5	0,0	0,0	0,0
<b>Gesamumsatz</b>	<b>2,3</b>	<b>9,0</b>	<b>15,2</b>	<b>30,6</b>	<b>57,8</b>	<b>129,4</b>
Materialaufwendungen	2,3	7,9	12,0	23,3	40,3	86,9
<b>Bruttogewinn</b>	<b>-0,0</b>	<b>1,1</b>	<b>3,2</b>	<b>7,3</b>	<b>17,5</b>	<b>42,5</b>
Sonstige betriebliche Erträge	2,8	4,7	9,2	9,2	5,8	0,0
Personalaufwendungen	3,4	7,6	14,3	16,8	15,3	15,8
Sonstige betriebliche Aufwendungen	2,4	5,8	8,6	9,8	14,4	18,1
<b>EBITDA</b>	<b>-2,9</b>	<b>-7,6</b>	<b>-10,6</b>	<b>-10,1</b>	<b>-6,5</b>	<b>8,6</b>
Abschreibung	0,6	1,0	2,3	5,3	4,8	7,6
EBITA	-3,5	-8,6	-12,9	-15,4	-11,3	1,0
Goodwill Abschreibung und immat. Vermögenswerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>-3,5</b>	<b>-8,6</b>	<b>-12,9</b>	<b>-15,4</b>	<b>-11,3</b>	<b>1,0</b>
Finanzergebnis	-0,0	-0,1	-0,1	-1,5	-4,5	-7,7
Wiederkehrender Gewinn vor Steuern	-3,6	-8,7	-13,0	-16,9	-15,8	-6,7
Ausserordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gewinn vor Steuern	-3,6	-8,7	-13,0	-16,9	-15,8	-6,7
Steuern	0,0	-0,0	0,0	0,0	0,0	-1,7
Reingewinn aus fortgeführten Geschäften	-3,6	-8,7	-13,0	-16,9	-15,8	-5,0
Ergebnis aus aufgegebenen Geschäftsbereichen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>-3,6</b>	<b>-8,7</b>	<b>-13,0</b>	<b>-16,9</b>	<b>-15,8</b>	<b>-5,0</b>
Minderheitsbeteiligung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss (berichtet)	-3,6	-8,7	-13,0	-16,9	-15,8	-5,0
Durchschnittliche Anzahl von Aktien	2,96	23,11	25,51	27,20	27,20	27,20
<b>Gewinn pro Aktie (berichtet)</b>	<b>-1,21</b>	<b>-0,38</b>	<b>-0,51</b>	<b>-0,62</b>	<b>-0,58</b>	<b>-0,18</b>

Gewinn und Verlustrechnung (common size)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>Nettoumsatz</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
Änderung der (un-)Fertigerzeugnisse	12%	6%	4%	0%	0%	0%
<b>Gesamumsatz</b>	<b>112%</b>	<b>106%</b>	<b>104%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
Materialaufwendungen	112%	93%	82%	76%	70%	67%
<b>Bruttogewinn</b>	<b>-0%</b>	<b>13%</b>	<b>22%</b>	<b>24%</b>	<b>30%</b>	<b>33%</b>
Sonstige betriebliche Erträge	136%	56%	63%	30%	10%	0%
Personalaufwendungen	162%	90%	97%	55%	27%	12%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	114%	69%	59%	32%	25%	14%
<b>EBITDA</b>	<b>-141%</b>	<b>-90%</b>	<b>-72%</b>	<b>-33%</b>	<b>-11%</b>	<b>7%</b>
Abschreibung	30%	12%	16%	17%	8%	6%
EBITA	-171%	-102%	-88%	-50%	-20%	1%
Goodwill Abschreibung und immat. Vermögenswerte	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>EBIT</b>	<b>-171%</b>	<b>-102%</b>	<b>-88%</b>	<b>-50%</b>	<b>-20%</b>	<b>1%</b>
Finanzergebnis	-1%	-1%	-1%	-5%	-8%	-6%
Wiederkehrender Gewinn vor Steuern	-172%	-103%	-88%	-55%	-27%	-5%
Ausserordentliches Ergebnis	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Gewinn vor Steuern	-172%	-103%	-88%	-55%	-27%	-5%
Steuern	0%	-0%	0%	0%	0%	-1%
Reingewinn aus fortgeführten Geschäften	-172%	-103%	-88%	-55%	-27%	-4%
Ergebnis aus aufgegebenen Geschäftsbereichen	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>-172%</b>	<b>-103%</b>	<b>-88%</b>	<b>-55%</b>	<b>-27%</b>	<b>-4%</b>
Minderheitsbeteiligung	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Jahresüberschuss (berichtet)</b>	<b>-172%</b>	<b>-103%</b>	<b>-88%</b>	<b>-55%</b>	<b>-27%</b>	<b>-4%</b>

Quelle: Unternehmensangaben; AlsterResearch

Bilanz (in EUR Mio.)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>Immaterielle Vermögenswerte</b>	<b>4,0</b>	<b>7,1</b>	<b>10,3</b>	<b>14,9</b>	<b>20,6</b>	<b>27,1</b>
Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Grundstücke, Anlagen und Ausrüstung	3,9	25,0	68,8	78,8	85,6	90,9
Finanzielle Vermögenswerte	0,0	0,1	1,2	1,2	1,2	1,2
<b>ANLAGEVERMÖGENEN</b>	<b>7,9</b>	<b>32,2</b>	<b>80,2</b>	<b>94,8</b>	<b>107,3</b>	<b>119,1</b>
Vorräte	1,3	3,6	8,4	8,9	13,2	23,8
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	0,2	2,8	9,7	16,8	28,5	56,7
Sonstiges Umlaufvermögen	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2
Barmittel	4,2	19,6	5,1	3,7	34,2	82,9
Latente Steuern	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rechnungsabgrenzungsposten	0,9	3,9	4,2	4,6	8,7	19,4
<b>UMLAUFVERMÖGEN</b>	<b>6,6</b>	<b>29,9</b>	<b>27,6</b>	<b>34,2</b>	<b>84,7</b>	<b>182,9</b>
<b>AKTIVA</b>	<b>14,5</b>	<b>62,1</b>	<b>107,8</b>	<b>129,0</b>	<b>192,1</b>	<b>302,1</b>
<b>EIGENKAPITAL</b>	<b>8,7</b>	<b>46,5</b>	<b>86,5</b>	<b>69,5</b>	<b>53,8</b>	<b>48,7</b>
MINDERHEITSBETEILIGUNG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Langfristige Schulden	0,6	3,3	2,8	28,3	80,0	135,0
Rückstellungen für Pensionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Andere Rückstellungen	0,8	1,9	2,4	4,6	5,8	6,5
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>1,4</b>	<b>5,2</b>	<b>5,3</b>	<b>32,9</b>	<b>85,8</b>	<b>141,5</b>
kurzfristige Verbindlichkeiten gegenüber Banken	1,5	1,3	1,0	2,6	8,0	15,0
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	0,9	6,4	11,2	15,9	27,6	52,4
Anzahlungen	0,2	0,1	0,3	0,6	2,9	12,9
Sonstige Verbindlichkeiten	1,8	0,8	1,5	3,0	5,7	12,8
Latente Steuern	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Passive Rechnungsabgrenzung	0,0	1,8	2,1	4,4	8,4	18,8
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>4,5</b>	<b>10,4</b>	<b>16,1</b>	<b>26,6</b>	<b>52,6</b>	<b>111,9</b>
<b>PASSIVA</b>	<b>14,5</b>	<b>62,1</b>	<b>107,8</b>	<b>129,0</b>	<b>192,1</b>	<b>302,1</b>

Bilanz (common size)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>Immaterielle Vermögenswerte</b>	<b>27%</b>	<b>11%</b>	<b>10%</b>	<b>12%</b>	<b>11%</b>	<b>9%</b>
Goodwill	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Grundstücke, Anlagen und Ausrüstung	27%	40%	64%	61%	45%	30%
Finanzielle Vermögenswerte	0%	0%	1%	1%	1%	0%
<b>ANLAGEVERMÖGENEN</b>	<b>54%</b>	<b>52%</b>	<b>74%</b>	<b>73%</b>	<b>56%</b>	<b>39%</b>
Vorräte	9%	6%	8%	7%	7%	8%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	1%	5%	9%	13%	15%	19%
Sonstiges Umlaufvermögen	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Barmittel	29%	32%	5%	3%	18%	27%
Latente Steuern	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Rechnungsabgrenzungsposten	6%	6%	4%	4%	5%	6%
<b>UMLAUFVERMÖGEN</b>	<b>46%</b>	<b>48%</b>	<b>26%</b>	<b>27%</b>	<b>44%</b>	<b>61%</b>
<b>AKTIVA</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
<b>EIGENKAPITAL</b>	<b>60%</b>	<b>75%</b>	<b>80%</b>	<b>54%</b>	<b>28%</b>	<b>16%</b>
MINDERHEITSBETEILIGUNG	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Langfristige Schulden	4%	5%	3%	22%	42%	45%
Rückstellungen für Pensionen und ähnliche Verpflichtungen	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Andere Rückstellungen	5%	3%	2%	4%	3%	2%
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>9%</b>	<b>8%</b>	<b>5%</b>	<b>25%</b>	<b>45%</b>	<b>47%</b>
kurzfristige Verbindlichkeiten gegenüber Banken	10%	2%	1%	2%	4%	5%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	7%	10%	10%	12%	14%	17%
Anzahlungen	2%	0%	0%	0%	2%	4%
Sonstige Verbindlichkeiten	12%	1%	1%	2%	3%	4%
Latente Steuern	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Passive Rechnungsabgrenzung	0%	3%	2%	3%	4%	6%
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>31%</b>	<b>17%</b>	<b>15%</b>	<b>21%</b>	<b>27%</b>	<b>37%</b>
<b>PASSIVA</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Quelle: Firmenangaben; AlsterResearch

Cash flow statement (EUR Mio.)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Jahresüberschuss/Verlust	-3,6	-8,7	-13,0	-16,9	-15,8	-5,0
Abschreibung von Anlagevermögen (inkl. Leasing)	0,6	1,0	2,3	5,3	4,8	7,6
Abschreibung von Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Abschreibung immaterieller Vermögenswerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige	0,3	0,9	1,8	2,1	1,2	0,7
Operativer Cash Flow vor Veränderungen des w/c	-2,6	-6,8	-8,9	-9,5	-9,8	3,3
Veränderung des Bestands	-0,4	-2,3	-4,8	-0,5	-4,3	-10,6
Veränderung der Lieferung und Leistungen	-0,0	-5,6	-6,1	-7,1	-11,7	-28,2
Veränderung der Verbindlichkeiten aus LuL	1,0	6,8	4,5	4,7	11,6	24,8
Veränderung anderer Positionen des Working Capital	-0,0	-0,1	-0,1	3,8	4,8	16,8
Erhöhung/Verminderung des Working Capital	0,5	-1,2	-6,5	1,0	0,4	2,8
<b>Mittelfluss aus betrieblichen Aktivitäten</b>	<b>-2,1</b>	<b>-8,0</b>	<b>-15,5</b>	<b>-8,5</b>	<b>-9,3</b>	<b>6,1</b>
CAPEX	-4,0	-25,1	-49,5	-19,9	-17,3	-19,4
Zahlungen für Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzielle Investitionen	0,3	-0,0	-0,0	0,0	0,0	0,0
Einkommen aus Anlagenverkäufen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Mittelfluss aus Investitionstätigkeiten</b>	<b>-3,8</b>	<b>-25,1</b>	<b>-49,5</b>	<b>-19,9</b>	<b>-17,3</b>	<b>-19,4</b>
Mittelfluss vor Finanzierung	-5,9	-33,1	-65,0	-28,4	-26,7	-13,3
Zunahme/Abnahme der Schuldenposition	1,2	2,3	-0,8	27,1	57,1	62,0
Kauf eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	6,2	48,3	53,0	0,0	0,0	0,0
Dividendenzahlungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige	1,5	-2,2	-1,8	0,0	0,0	0,0
Auswirkungen von Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Mittelfluss aus Finanzierungsaktivitäten</b>	<b>8,8</b>	<b>48,4</b>	<b>50,4</b>	<b>27,1</b>	<b>57,1</b>	<b>62,0</b>
Zunahme/Abnahme der flüssigen Mittel	2,9	15,4	-14,5	-1,3	30,4	48,7
<b>Flüssige Mittel am Ende der Periode</b>	<b>4,2</b>	<b>19,6</b>	<b>5,1</b>	<b>3,7</b>	<b>34,2</b>	<b>82,9</b>

Quelle: Unternehmensangaben; AlsterResearch

Regionale Umsatzverteilung (EUR Mio.)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Deutschland	0,5	4,3	7,8	16,2	30,6	68,5
Europa (ex Deutschland)	0,8	1,4	2,7	5,6	10,6	23,7
Amerika	0,0	0,0	0,4	0,9	1,7	3,9
Asien	0,0	0,0	2,4	4,9	9,3	20,9
Rest der Welt	0,7	2,8	1,4	2,9	5,5	12,4
<b>Gesamtumsatz</b>	<b>2,1</b>	<b>8,4</b>	<b>14,7</b>	<b>30,6</b>	<b>57,8</b>	<b>129,4</b>

Regionale Umsatzverteilung (common size)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Deutschland	26,5%	51,3%	52,9%	52,9%	52,9%	52,9%
Europa (ex Deutschland)	37,3%	16,0%	18,3%	18,3%	18,3%	18,3%
Amerika	0,0%	0,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Asien	0,0%	0,0%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%
Rest der Welt	36,2%	32,7%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%
<b>Gesamtumsatz</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Quelle: Unternehmensangaben; AlsterResearch

Kennzahlen	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>Daten pro Aktie</b>						
Ergebnis pro Aktie (berichtet)	-1,21	-0,38	-0,51	-0,62	-0,58	-0,18
Cash Flow pro Aktie	-0,72	-0,35	-0,61	-0,51	-0,52	-0,06
Buchwert pro Aktie	2,95	2,01	3,39	2,56	1,98	1,79
Dividende pro Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Bewertung</b>						
KGV	-8,8x	-28,3x	-20,9x	-17,1x	-18,4x	-57,8x
Kurs/CF	-14,8x	-30,8x	-17,6x	-21,0x	-20,5x	-188,3x
Preis/Buchwert	3,6x	5,3x	3,1x	4,2x	5,4x	5,9x
Dividendenrendite (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
FCF-Rendite (%)	-6,8%	-3,2%	-5,7%	-4,8%	-4,9%	-0,5%
Unternehmenswert/Umsatz	138,9x	32,5x	19,7x	10,4x	5,9x	2,8x
Unternehmenswert/EBITDA	-98,5x	-36,0x	-27,3x	-31,4x	-53,1x	41,5x
Unternehmenswert/EBIT	-81,1x	-31,9x	-22,4x	-20,6x	-30,5x	361,1x
<b>G&amp;V (EUR Mio.)</b>						
Umsatz	2,1	8,4	14,7	30,6	57,8	129,4
Wachstum Veränderung (%)	122,7%	307,8%	73,8%	108,6%	88,7%	124,0%
Rohertrag	-0,0	1,1	3,2	7,3	17,5	42,5
Rohertragsmarge (%)	-0,4%	13,1%	21,7%	24,0%	30,3%	32,9%
EBITDA	-2,9	-7,6	-10,6	-10,1	-6,5	8,6
EBITDA Marge (%)	-141,1%	-90,2%	-72,1%	-33,0%	-11,2%	6,7%
EBIT	-3,5	-8,6	-12,9	-15,4	-11,3	1,0
EBIT Marge (%)	-171,2%	-102,1%	-87,6%	-50,3%	-19,5%	0,8%
Jahresüberschuss	-3,6	-8,7	-13,0	-16,9	-15,8	-5,0
<b>Kapitalflussrechnung</b>						
Operativer Cashflow	-2,1	-8,0	-15,5	-8,5	-9,3	6,1
Investitionen	-4,0	-25,1	-49,5	-19,9	-17,3	-19,4
Erhaltungsinvestitionen	0,0	0,0	0,0	5,3	4,8	7,6
Freier Cash Flow	-6,2	-33,1	-65,0	-28,4	-26,7	-13,3
<b>Bilanz (EUR Mio.)</b>						
Immaterielle Vermögenswerte	4,0	7,1	10,3	14,9	20,6	27,1
Materielle Vermögensgegenstände	3,9	25,0	68,8	78,8	85,6	90,9
Eigenkapital	8,7	46,5	86,5	69,5	53,8	48,7
Pensionsrückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten und Rückstellungen	2,9	6,6	6,3	35,5	93,8	156,5
Netto-Finanzverbindlichkeiten	-2,1	-15,0	-1,2	27,2	53,8	67,1
w/c Anforderungen	0,3	-0,1	6,6	9,1	11,3	15,2
<b>Kennzahlen</b>						
Eigenkapitalrendite (ROE)	-40,8%	-18,7%	-15,0%	-24,3%	-29,4%	-10,3%
Rendite auf das eingesetzte Kapital (ROCE)	-30,5%	-16,2%	-13,9%	-14,7%	-7,6%	0,5%
Nettoverschuldung	-24,4%	-32,2%	-1,4%	39,1%	100,1%	137,8%
Nettoverschuldung / EBITDA	0,7x	2,0x	0,1x	-2,7x	-8,3x	7,8x

Quelle: Unternehmensangaben; AlsterResearch



## Interessenskonflikte

Gemäß § 85 des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG) muss ein Analysebericht auf mögliche Interessenkonflikte im Zusammenhang mit dem analysierten Unternehmen hinweisen. Ein Interessenkonflikt wird insbesondere dann vermutet, wenn die SRH AlsterResearch AG:

- (1) oder ihre Tochtergesellschaft(en) (entweder als eigene Einheit oder als Teil eines Konsortiums) innerhalb der letzten zwölf Monate die Finanzinstrumente des analysierten Unternehmens erworben hat,
- (2) mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung über die Erstellung des Rechercheberichts getroffen hat,
- (3) oder ihre Tochtergesellschaft(en) innerhalb der letzten zwölf Monate mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung über die Erbringung von Investment-Banking-Dienstleistungen getroffen oder Dienstleistungen oder ein Leistungsversprechen im Rahmen der Laufzeit einer solchen Vereinbarung erhalten haben,
- (4) oder deren Tochtergesellschaft(en) a) 5% oder mehr des Aktienkapitals des analysierten Unternehmens hält oder b) das analysierte Unternehmen 5% oder mehr des Aktienkapitals der SRH AlsterResearch AG oder deren Tochtergesellschaft(en) hält,
- (5) oder seine Tochtergesellschaft(en) eine Netto-Long (a)- oder eine Netto-Short (b)-Position von mindestens 0,5% des ausstehenden Aktienkapitals des analysierten Unternehmens oder seiner Derivate hält,
- (6) oder ihre verbundene(n) Gesellschaft(en) ein Market Maker oder Liquiditätsanbieter in den Finanzinstrumenten des Emittenten ist,
- (7) oder der Analyst andere bedeutende finanzielle Interessen in Bezug auf das analysierte Unternehmen hat, wie z.B. die Ausübung von Mandaten im Interesse des analysierten Unternehmens oder einen bedeutenden Interessenkonflikt in Bezug auf den Emittenten,
- (8) Der Recherchebericht wurde dem Unternehmen vor seiner Veröffentlichung zur Verfügung gestellt. Danach wurden nur noch faktische Änderungen an dem Bericht vorgenommen.

Interessenkonflikte, die zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dieses Research-Berichts bestanden:

Unternehmen	Disclosure
Enapter AG	2, 8

# Haftungsausschluss

**1. Allgemeine Informationen/Haftung** Dieses Dokument wurde von der SRH AlsterResearch AG ausschließlich zu Informationszwecken erstellt. Es begründet weder einen Vertrag noch irgendeine Verpflichtung.

Dieses Dokument ist ausschließlich für den Gebrauch durch Personen aus dem Inland bestimmt, die auf Grund ihres Berufes mit dem Kauf und Verkauf von Wertpapieren vertraut sind und über dementsprechende Kenntnisse verfügen. Die Vervielfältigung, Weitergabe und Weiterverarbeitung, in Teilen oder im Ganzen, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung von SRH AlsterResearch zulässig. Eine unrechtmäßige Weitergabe an Dritte ist nicht gestattet.

Ein Vertrieb dieses Dokuments in Großbritannien darf nur mit ausdrücklicher vorheriger schriftlicher Genehmigung durch SRH AlsterResearch erfolgen. Empfangsberechtigt sind dann nur Personen, die berufliche Erfahrungen mit Wertpapieranlagen haben und unter die Regulierung des Artikel 19(5) des „Financial Services and Markets Act 2000 (financial promotion) order 2005 (the order)“ in der jeweils gültigen Fassung fallen: oder (2) Personen sind, die dem Artikel 49 (2) (a) bis (d) der order unterliegen. An nicht darunter fallende Personen ist die Weitergabe bzw. der Vertrieb grundsätzlich nicht gestattet.

Dieses Dokument oder eine Kopie hiervon dürfen nicht nach Australien, Japan, Kanada oder in die Vereinigten Staaten von Amerika eingeführt oder versendet werden oder direkt oder indirekt in Australien, Japan, Kanada oder die Vereinigten Staaten von Amerika oder an irgendeinen Bürger dieser Länder vertrieben werden. In keinem Fall darf dieses Dokument an US-Personen, die unter den United States Securities Act fallen, versendet oder vertrieben werden. In anderen Ländern oder an Bürger anderer Länder kann der Vertrieb dieses Dokuments ebenfalls gesetzlich eingeschränkt sein. Der Empfänger dieses Dokuments hat sich über entsprechende Beschränkungen zu informieren und dies zu beachten. Dieses Dokument stellt weder ein Angebot oder noch eine Bewerbung eines Angebots für den Kauf, den Verkauf oder die Zeichnung irgendeines Wertpapiers oder einer Anlage dar. Es dient keinesfalls der Anlageberatung. Eine Anlageentscheidung darf nicht auf dieses Dokument gestützt werden. Potenzielle Anleger sollten sich vor Ihrer Anlageentscheidung von geeigneten Personen individuell beraten lassen.

**2. Verantwortlichkeiten** Dieser Recherchebericht wurde von dem auf der Titelseite genannten Rechercheanalysten (der Produzent) erstellt. Der Produzent ist allein verantwortlich für die in diesem Bericht geäußerten Ansichten und Einschätzungen. Der Bericht wurde unabhängig erstellt. Der Inhalt des Rechercheberichts wurde zu keinem Zeitpunkt durch den Emittenten des analysierten Finanzinstruments beeinflusst. Es ist möglich, dass Teile des Rechercheberichts dem Emittenten vor der Veröffentlichung zu Informationszwecken ausgehändigt wurden, ohne dass danach wesentliche Änderungen vorgenommen wurden.

**3. Organisatorische Vorkehrungen** Die SRH AlsterResearch AG hat interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenkonflikte im Zusammenhang mit der Erstellung und Verteilung des Rechercheberichts zu vermeiden oder entsprechend offen zu legen. Alle Mitglieder der AlsterResearch AG, die an der Erstellung des Rechercheberichts beteiligt sind, unterliegen den internen Compliance-Vorschriften. Kein Teil der Vergütung des Produzenten steht in direktem oder indirektem Zusammenhang mit der Erstellung dieser Finanzanalyse. Für den Fall, dass ein Research-Analyst oder eine nahestehende Person in einen Interessenkonflikt gerät, ist der Research-Analyst von der Berichterstattung über dieses Unternehmen ausgeschlossen.

**4. Informationen bezüglich der Bewertungsmethoden/Aktualisierung** Die Bestimmung des fairen Wertes pro Aktie, d.h. des Kursziels, und des daraus resultierenden Ratings erfolgt auf der Grundlage der Methode des bereinigten freien Cashflows (adj. FCF) und auf der Grundlage des Discounted-Cashflow - DCF-Modells. Darüber hinaus wird ein Peer-Group-Vergleich durchgeführt. Die adj. FCF-Methode basiert auf der Annahme, dass Investoren Vermögenswerte nur zu einem Preis (Unternehmenswert) erwerben, bei dem die operative Cashflow-Rendite nach Steuern auf diese Investition ihre Opportunitätskosten in Form einer Hurdle Rate übersteigt. Der Betriebs-Cashflow wird als EBITDA abzüglich Erhaltungsinvestitionen und Steuern berechnet. Im Rahmen des DCF-Ansatzes werden die zukünftigen freien Cashflows zunächst auf der Basis einer fiktiven Kapitalstruktur von 100% Eigenkapital berechnet, d.h. Zinsen und Tilgungen auf Fremdkapital werden zunächst nicht berücksichtigt. Die Anpassung an die tatsächliche Kapitalstruktur erfolgt durch Diskontierung der berechneten freien Cashflows mit dem gewichteten durchschnittlichen Kapitalkostensatz (WACC), der sowohl die Kosten für Eigenkapital als auch die Kosten für Fremdkapital berücksichtigt. Nach der Diskontierung wird der berechnete Gesamtunternehmenswert um das verzinsliche Fremdkapital verringert, um den Eigenkapitalwert zu erhalten. Ausführliche Informationen zu den verwendeten Bewertungsgrundlagen bzw. Methoden und den zugrunde gelegten Annahmen finden Sie unter <https://www.alsterresearch.com>.

Die SRH AlsterResearch AG verwendet für die analysierten Unternehmen das folgende dreistufige Ratingsystem:

**Spekulatives Kaufen:** Nachhaltiges Kurssteigerungspotenzial von mehr als 25% innerhalb von 12 Monaten; überdurchschnittliches Risiko

**Kaufen:** Nachhaltiges Kurssteigerungspotenzial von mehr als 10% innerhalb von 12 Monaten

**Verkaufen:** Nachhaltiges Abwärtspotenzial von mehr als 10% innerhalb von 12 Monaten.

**Halten:** Das Aufwärts-/Abwärtspotenzial ist begrenzt. Kein unmittelbarer Katalysator sichtbar.

NB: Die Ratings der SRH AlsterResearch AG basieren nicht auf einer Leistung, die "relativ" zum Markt sein wird.

Die Entscheidung über die Wahl der in diesem Dokument analysierten Finanzinstrumente wurde ausschließlich von der SRH AlsterResearch AG getroffen. Die Meinungen und Einschätzungen in diesem Recherchebericht können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Es liegt im Ermessen der SRH AlsterResearch AG, ob und wann sie eine Aktualisierung dieses Rechercheberichts veröffentlicht, aber im Allgemeinen werden Aktualisierungen regelmäßig, spätestens nach 6 Monaten, erstellt. Eine Sensitivitätsanalyse ist in den ersten Studien des Unternehmens enthalten und wird veröffentlicht.

**5. Datum und Zeitpunkt der ersten Veröffentlichung dieser Finanzanalyse:**  
25-Oct-23 09:29:06

## 6. Risikohinweise

- Börsenanlagen und Anlagen in Unternehmen (Aktien) sind immer spekulativ und beinhalten das Risiko des Totalverlustes.
- Dies gilt insbesondere in Bezug auf Anlagen in Unternehmen, die nicht etabliert sind und/oder klein sind und keinen etablierten Geschäftsbetrieb und Firmenvermögen haben.
- Aktienkurse können erheblich schwanken. Dies gilt insbesondere bei Aktien, die nur über eine geringe Liquidität (Marktbreite) verfügen. Hier können auch nur geringe Aufträge erheblichen Einfluss auf den Aktienkurs haben.
- Bei Aktien in engen Märkten kann es auch dazu kommen, dass dort überhaupt kein oder nur sehr geringer tatsächlicher Handel besteht und veröffentlichte Kurse nicht auf einem tatsächlichen Handel beruhen, sondern nur von einem Börsenmakler gestellt worden sind.
- Ein Aktionär kann bei solchen Märkten nicht damit rechnen, dass er für seine Aktien einen Käufer überhaupt und/oder zu angemessenen Preisen findet.
- In solchen engen Märkten besteht eine sehr hohe Möglichkeit zur Manipulation der Kurse und der Preise in solchen Märkten kommt es oft auch zu erheblichen Preisschwankungen.
- Eine Investition in Wertpapiere mit geringer Liquidität, sowie niedriger Börsenkapitalisierung ist daher höchst spekulativ und stellt ein sehr hohes Risiko dar.
- Bei nicht börsennotierten Aktien und Papieren besteht kein geregelter Markt und ein Verkauf ist nicht oder nur auf individueller Basis möglich.

**7. Wichtigste Informationsquellen** Ein Teil der für diesen Recherchebericht erforderlichen Informationen wurde vom Emittenten des Finanzinstruments zur Verfügung gestellt. Darüber hinaus stützt sich dieser Bericht auf öffentlich zugängliche Quellen (wie z.B. Bloomberg, Reuters, VWD-Trader und die einschlägige Tagespresse), die als zuverlässig erachtet werden. Die SRH AlsterResearch AG hat die Informationen auf Plausibilität, aber nicht auf Richtigkeit und Vollständigkeit geprüft.

**8. Zuständige Aufsichtsbehörde** Die SRH AlsterResearch AG steht unter Aufsicht der BaFin - Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn und Marie-Curie-Straße 24 - 28, 60439 Frankfurt a.M. Dieses Dokument wird im Vereinigten Königreich mit einem MiFID Zweigstellenpass für den EWR und in Übereinstimmung mit den geltenden Anforderungen der FCA verteilt.

**9. Besondere Anmerkungen für Empfänger außerhalb Deutschlands** Dieser Recherchebericht unterliegt dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Die Verbreitung dieser Informationen in andere Staaten, insbesondere in die USA, Kanada, Australien und Japan, kann durch die in diesem Staat geltenden Gesetze eingeschränkt oder verboten sein.

**10. Sonstiges** Gemäß Artikel 4 Absatz 1 Nr. i der delegierten Verordnung 2016/958 zur Ergänzung der Verordnung 596/2014 des Europäischen Parlaments, weitere Informationen zu Anlageempfehlungen der letzten 12 Monate werden kostenfrei veröffentlicht unter: <https://www.alsterresearch.com>.

## Kontakt

**SRH AlsterResearch AG**  
Mittelweg 142  
20148 Hamburg

Tel: +49 40 309 293-52  
E-Mail: [info@alsterresearch.com](mailto:info@alsterresearch.com)

### Sales

**MARKUS KÖNIG-WEISS**  
Head of Sales  
Tel: +49 40 309 293-52  
E-Mail: [mkw@alsterresearch.com](mailto:mkw@alsterresearch.com)

### Team Assistant

**HANNAH GABERT**  
Team Assistant  
Tel: +49 40 309 293-52  
E-Mail: [h.gabert@alsterresearch.com](mailto:h.gabert@alsterresearch.com)

**mwb fairtrade Wertpapierhandelsbank AG**  
Rottenbacher Straße 28  
82166 Gräfelfing

Tel: +49 89 85852-0  
Fax: +49 89 85852-505  
E-Mail: [info@mwbfairtrade.com](mailto:info@mwbfairtrade.com)

Unser Research ist ebenfalls abrufbar unter

### Research

**HARALD HOF**  
Senior Analyst  
Tel: +49 40 309 293-53  
E-Mail: [h.hof@alsterresearch.com](mailto:h.hof@alsterresearch.com)

**LEON MÜHLENBRUCH**  
Analyst  
Tel: +49 40 309 293-57  
E-Mail: [l.muehlenbruch@alsterresearch.com](mailto:l.muehlenbruch@alsterresearch.com)

**LEVENT YILMAZ**  
Senior Analyst  
Tel: +49 40 309 293-77  
E-Mail: [l.yilmaz@alsterresearch.com](mailto:l.yilmaz@alsterresearch.com)

**THOMAS WISSLER**  
Senior Analyst  
Tel: +49 40 309 293-58  
E-Mail: [t.wissler@alsterresearch.com](mailto:t.wissler@alsterresearch.com)

**DR. OLIVER WOJAHN, CFA**  
Senior Analyst  
Tel: +49 40 309 293-55  
E-Mail: [o.wojahn@alsterresearch.com](mailto:o.wojahn@alsterresearch.com)

**ALEXANDER ZIENKOWICZ**  
Senior Analyst  
Tel: +49 40 309 293-56  
E-Mail: [a.zienkowicz@alsterresearch.com](mailto:a.zienkowicz@alsterresearch.com)

### Equity Capital Markets / Trading

**KAI JORDAN**  
Member of the Board  
Tel: +49 40 36 0995-22  
E-Mail: [kjordan@mwbfairtrade.com](mailto:kjordan@mwbfairtrade.com)

**ALEXANDER DEUSS**  
Head of Institutional Sales  
Tel: +49 40 36 0995-22  
E-Mail: [adeuss@mwbfairtrade.com](mailto:adeuss@mwbfairtrade.com)

**SASCHA GUENON**  
Head of Designated Sponsoring  
Tel: +49 40 360 995 - 23  
E-Mail: [sguenon@mwbfairtrade.com](mailto:sguenon@mwbfairtrade.com)



<b>RESEARCH HUB</b>	<a href="http://www.research-hub.de">www.research-hub.de</a>
<b>BLOOMBERG</b>	<a href="http://www.bloomberg.com">www.bloomberg.com</a>
<b>FACTSET</b>	<a href="http://www.factset.com">www.factset.com</a>
<b>THOMSON REUTERS / REFINITIV</b>	<a href="http://www.refinitiv.com">www.refinitiv.com</a>
<b>CAPITALIQ</b>	<a href="http://www.capitaliq.com">www.capitaliq.com</a>