

# Enapter AG

Germany | Industrial Goods & Services | Marktkapitalisierung EUR 115,4 Mio.

16-Oct-24

UPDATE



## Serienfertigung von MW-Elektrolyseuren in China; KAUFEN

### What's it all about?

Enapter hat bekannt gegeben, dass die Serienproduktion seiner Megawatt-Elektrolyseure in China durch das Joint Venture mit der Wolong Gruppe begonnen hat. Der Kern des Elektrolyseurs wird weiterhin von Enapter in Europa hergestellt und zur Endmontage nach China geliefert. Das Outsourcing nach China hat mehrere Vorteile: Zum einen sinken die Kosten, zum anderen ermöglicht das Joint Venture den Zugang zum chinesischen Markt. Eine Absichtserklärung über den Kauf von Elektrolyseuren wurde mit dem größten Stahlproduzenten Chinas bereits unterzeichnet. Enapter bedient bereits erfolgreich den EU und US-Markt mit MW-Anlagen. In H1 24 konnten Aufträge über c. 20 MW verbucht werden, die H2 24 verdoppelt werden müssen, um die gesteckten Ziele zu erreichen. Die Absichtserklärung in China bestätigt unsere Einschätzung, dass die Strategie von Enapter, den Vertrieb über Partner zu stärken, aufgeht. Unsere Empfehlung lautet weiterhin KAUFEN mit einem Kursziel von 12,00 Euro, da wir davon überzeugt sind, dass Enapter den Auftragseingang weiterhin so stark steigern kann.

### KAUFEN (KAUFEN)

Kursziel	EUR 12,00 (12,00)
Aktueller Kurs	EUR 3,97
Kurspotenzial	202,3%



### ANALYST

Leon Mühlenbruch

l.muehlenbruch@mwb-research.com  
+49 40 309 293-58

WICHTIG: Bitte beachten Sie die letzten Seiten dieses Berichts "Haftungsausschluss" und "Interessenskonflikte".

[mwb-research.com](https://mwb-research.com)

Dieser Research Report wurde von mwb research erstellt - ein durch die BaFin zugelassenes Institut

# Enapter AG

Germany | Industrial Goods & Services | Marktkapitalisierung EUR 115,4 Mio. | EV EUR 141,4 Mio.

**KAUFEN** (KAUFEN)

**Kursziel** EUR 12,00 (12,00)  
**Aktueller Kurs** EUR 3,97  
**Kurspotenzial** 202,3%

**ANALYST**

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

## Serienfertigung von MW-Elektrolyseuren in China; KAUFEN

**Start der Produktion von MW-Elektrolyseuren in China.** Enapter hat bekannt gegeben, dass die Serienproduktion seiner Megawatt-Elektrolyseure in China durch das Joint Venture mit der Wolong Gruppe begonnen hat. Der Kern des Elektrolyseurs wird weiterhin von Enapter in Europa hergestellt und zur Endmontage nach China geliefert. Das Outsourcing nach China hat mehrere Vorteile: Zum einen sinken die Kosten, zum anderen ermöglicht das Joint Venture den Zugang zum chinesischen Markt.

**Absichtserklärung mit dem größten Stahlproduzenten in China.** Die Unterzeichnung einer Absichtserklärung über den Kauf von Elektrolyseuren zwischen dem Joint Venture und dem größten Stahlproduzenten Chinas ist ein wichtiger Schritt für Enapter und könnte in naher Zukunft zu einem Großauftrag führen. Dieser potenzielle Auftrag könnte das Wachstum von Enapter auf dem asiatischen Markt erheblich beschleunigen und die Position des Unternehmens in der globalen Wasserstoffindustrie weiter stärken. Insbesondere in der Stahlindustrie, die auf umweltfreundliche Technologien zur Reduzierung von CO2-Emissionen setzt, hat Enapter die Chance, eine Schlüsselrolle bei der Umstellung auf grüne Energie zu spielen. Sollte der Großauftrag zustande kommen, würde dies nicht nur die Präsenz von Enapter in China, sondern auch die internationale Marktposition deutlich stärken.

**Auftragslage weiterhin äußerst positiv.** Enapter ist mit seinen MW-Anlagen bereits erfolgreich auf dem europäischen und amerikanischen Markt vertreten. Im ersten Halbjahr 2024 konnte sich das Unternehmen Aufträge über mehr als 20 MW sichern. Um die ehrgeizigen Ziele von Enapter zu erreichen, die eine jährliche Verdoppelung des Umsatzes vorsehen und auch unseren Prognosen entsprechen, muss die Auftragsvolumen im zweiten Halbjahr 2024 verdoppelt werden. Das bedeutet, dass Enapter in der zweiten Jahreshälfte Aufträge von mehr als 40 MW generieren muss, was ca. 20-25 MW-Anlagen entspricht (mwb est.).

-Fortsetzung nächste Seite-



Quelle: mwb research

**Hoch/Tief 52 W.** 11,74 / 3,60  
**Kurs/Buchwert** 1,3x

### Ticker / Symbols

**ISIN** DE000A255G02  
**WKN** A255G0  
**Bloomberg** H2O:GR

### Änderung der Prognosen

		Umsatz	EBIT	GjA
<b>2024E</b>	alt	38,2	-12,5	-0,61
	Δ	0,0%	na%	na%
<b>2025E</b>	alt	72,8	-7,9	-0,51
	Δ	0,0%	na%	na%
<b>2026E</b>	alt	160,2	15,7	0,35
	Δ	0,0%	0,0%	0,0%

### Aktienkennzahlen

**Aktienanzahl (in Mio. Stück)** 29,07  
**Buchwert p.A.: (in EUR)** 2,95  
**Ø Handelsvol.: (52 W.)** 21.840

### Aktionärsstruktur

**BluGreen (Sebastian Schmidt)** 55.7%  
**Svelland Global** 9.2%  
**Morgan Stanley** 5.0%  
**Sergei Storozhenko** 4.7%  
**Johnson Matthey Plc** 3.9%  
**Wolong Group** 3.0%  
**Streubesitz** 20,8%

### 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	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Umsatz	8,4	14,7	31,6	38,2	72,8	160,2
Wachstum yoy	307,8%	73,8%	115,4%	21,0%	90,5%	120,0%
EBITDA	-7,6	-10,6	1,5	-8,0	-2,9	20,8
EBIT	-8,6	-12,9	-2,7	-12,5	-7,9	15,7
Jahresüberschuss	-8,7	-13,0	-7,2	-17,7	-14,9	10,2
Nettoverschuldung	-15,0	-1,2	25,2	30,6	56,3	74,0
Nettoversch./EBITDA	2,0x	0,1x	17,0x	-3,8x	-19,3x	3,6x
Gewinn pro Aktie	-0,38	-0,51	-0,26	-0,61	-0,51	0,35
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	13,1%	21,7%	65,6%	52,0%	44,0%	38,0%
EBITDA-Marge	-90,2%	-72,1%	4,7%	-21,0%	-4,0%	13,0%
EBIT-Marge	-102,1%	-87,6%	-8,5%	-32,6%	-10,8%	9,8%
ROCE	-16,2%	-13,9%	-2,2%	-10,0%	-5,6%	9,3%
EV/Umsatz	11,9x	7,8x	4,5x	3,8x	2,4x	1,2x
EV/EBITDA	-13,2x	-10,8x	95,2x	-18,2x	-58,9x	9,1x
EV/EBIT	-11,7x	-8,9x	-52,7x	-11,7x	-21,8x	12,1x
KGV	-10,5x	-7,8x	-15,1x	-6,5x	-7,7x	11,3x

Quelle: Unternehmensdaten, mwb research

**Enapter mit guter Auftragslage, KAUFEN.** Die Absichtserklärung in China bestätigt unsere Einschätzung, dass die Strategie von Enapter, den Markt mit kleineren Elektrolyseuren und einem Vertriebsmodell über Partner zu erschließen, erfolgreich ist - insbesondere in Italien, aber auch in den USA und China. Im Vergleich zu den Wettbewerbern verfügt Enapter weiterhin über einen konstant starken Auftragseingang mit einem breiten Kundenspektrum. Obwohl die Kunden aufgrund der aktuellen wirtschaftlichen Unsicherheiten vorsichtiger mit Investitionen in die Wasserstofftechnologie umgehen, scheinen kleinere Elektrolyseure, wie die von Enapter, weiterhin zu Testzwecken nachgefragt zu werden. Wir empfehlen die Aktie weiterhin zum Kauf mit einem Kursziel von 12,00 Euro, da wir davon überzeugt sind, dass Enapter das hohe Niveau der Auftragseingänge steigern kann und seine Wachstumsziele erreichen wird.

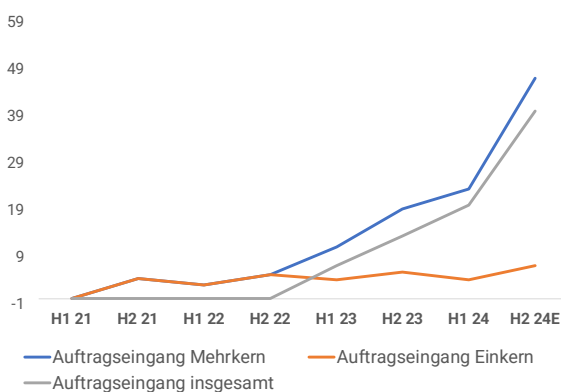
**Weitere News.** Die vor kurzem verkündete Kapitalerhöhung wurde vollständig gezeichnet, wodurch Enapter rund 8 Mio. Euro zur Verfügung stehen, um die Produktion von Elektrolyseurkernen zu erweitern und die potenziell steigende Nachfrage zu bedienen. Weitere Details zur Kapitalerhöhung sind [hier](#) in unserem letzten Update zu finden.

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

GuV Daten	H2 2020	H1 2021	H2 2021	H1 2022	H2 2022	H1 2023	H2 2023	H1 2024
Umsatz	2,1	2,0	6,4	3,3	11,4	4,8	26,8	8,3
yoy Wachstum in %	na%	218,0%	210,5%	64,5%	76,7%	43,8%	136,3%	73,5%
Bruttogewinn	-7,6	0,5	0,6	0,0	3,1	0,6	na	2,6
Bruttomarge in %	-367,4%	26,1%	9,1%	1,4%	27,6%	12,5%	na%	31,7%
EBITDA	-3,4	-3,6	-3,8	-6,8	-2,5	-7,0	8,5	-3,0
EBITDA-Marge %	-166,3%	-176,3%	-59,0%	-204,4%	-22,3%	-147,2%	31,7%	-36,0%
EBIT	-3,4	-3,9	-4,7	-7,6	-5,2	-8,6	5,9	-5,2
EBIT-Marge in %	-166,3%	-195,8%	-72,7%	-229,7%	-46,2%	-180,3%	22,0%	-63,2%
EBT	-3,5	-4,0	-4,7	-7,7	-5,3	-9,9	3,6	-7,9
gezahlte Steuern	0,0	0,0	-0,0	0,0	0,0	0,0	0,9	0,7
Steuersatz in %	-0,1%	-0,1%	0,3%	-0,1%	-0,3%	-0,0%	23,7%	-8,6%
Nettogewinn	-3,5	-4,0	-4,7	-7,7	-5,3	-9,9	2,8	-7,9
yoy Wachstum in %	na%	na%	na%	na%	na%	na%	na%	na%
EPS	-0,92	-0,17	-0,20	-0,31	-0,20	-0,37	0,10	-0,29

Quelle: Unternehmensangaben; mwb research

**Auftragseingang und -erwartung, mwb est. (in EUR Mio.)**



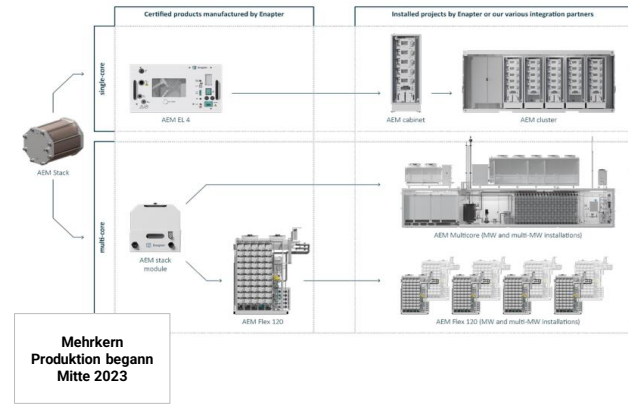
Quelle: Unternehmensangaben; mwb research

**Auftragsbestand und -erwartung, mwb est. (in EUR Mio.)**

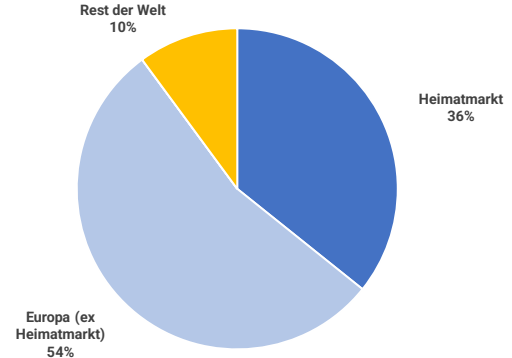


# Investment Case in sechs Grafiken

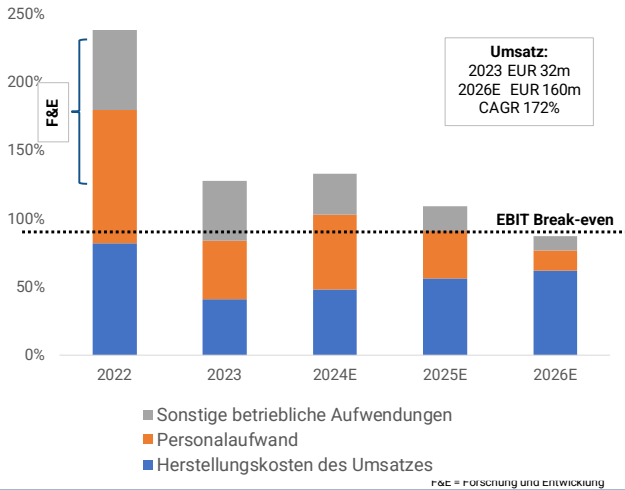
## Patentierte AEM-Elektrolyse-Systeme



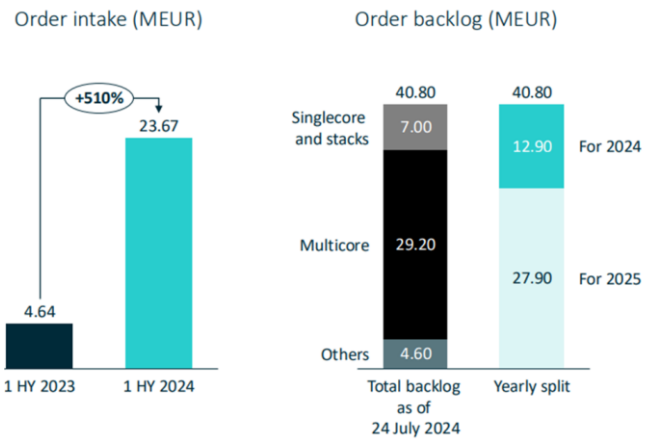
## Regionale Umsatzverteilung 2023 in %



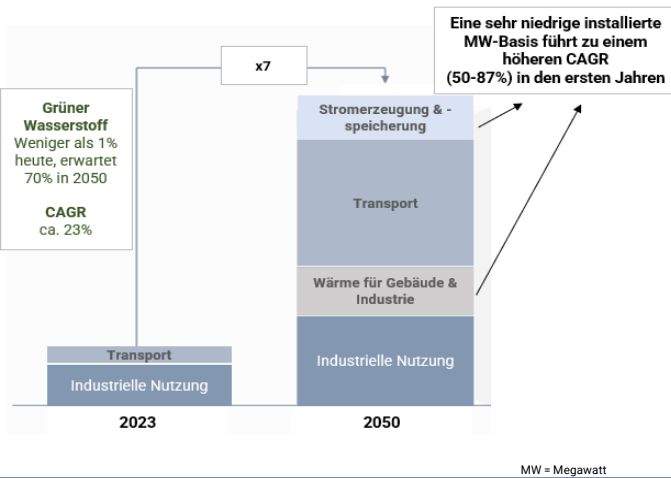
## Kostenprognose mwb est. (in % des Gesamtumsatzes)



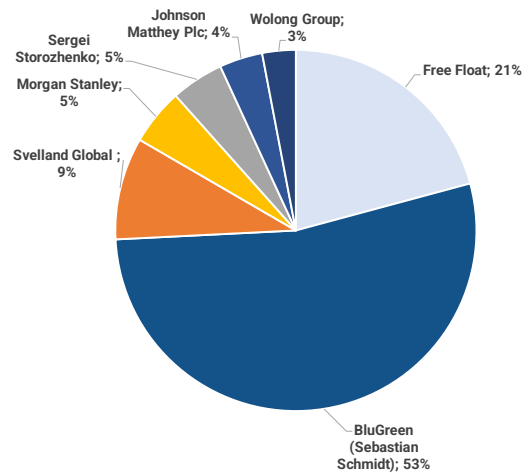
## Bestellungen Elektrolyseure



## Ausblick des Wasserstoffsektors



## Großaktionäre



Quelle: Unternehmensangaben; mwb research

# 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 Model

Aus dem DCF-Modell ergibt sich ein Zeitwert von **EUR 12,22** pro Aktie:

**Umsatzwachstum:** Wir gehen davon aus, dass Enapter AG weiterhin von strukturellem Wachstum profitieren sollte. Daher liegt unsere Wachstumserwartung für 2024E-2031E bei 52,6% p.a. Die langfristige Wachstumsrate liegt bei 2,0%.

**ROCE.** Die Kapitalrenditen entwickeln sich von -10,0% in 2024E bis auf 11,9% in 2031E.

**WACC.** Ausgangspunkt ist ein historisches Aktien-Beta von 1,53. Ein Deleveraging und die Korrektur um die Mean Reversion ergibt ein Asset-Beta von 1,10. In Kombination mit einem risikofreien Zinssatz von 2,0% und einer Aktienrisikoprämie von 6,0% ergeben sich Eigenkapitalkosten von 13,6%. Bei Fremdkapitalkosten vor Steuern von 5,0%, einem Steuersatz von 25,0% und einem Zielwert für Schulden/Eigenkapital von 1,0 ergibt sich ein langfristiger WACC von 8,7%.

DCF (in Mio. EUR) (außer Daten je Aktie und Beta)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	Endwert
NOPAT	-13,7	-8,6	18,8	27,3	37,4	67,3	55,9	32,7	
Abschreibung & Amortis.	4,4	4,9	5,1	11,3	31,2	34,2	51,9	63,3	
Änderung des w/c	10,4	2,6	7,4	4,2	3,8	3,6	1,1	1,3	
Änderung Rückstellungen	1,0	-0,2	-0,4	2,2	3,8	4,9	0,3	0,3	
Capex	-11,5	-18,2	-40,1	-68,1	-69,5	-85,0	-50,6	-57,5	
Cash flow	-9,4	-19,5	-9,1	-23,1	6,7	25,1	58,6	40,1	612,6
Barwert (Gegenwartswert)	-9,2	-17,3	-7,2	-17,7	4,7	16,2	35,0	22,0	336,4
WACC	9,9%	10,3%	11,1%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%

DCF pro Aktie abgeleitet aus		DCF, durchschn. Wachstum und Gewinnannahmen	
Gesamter Barwert	363,0	Planungshorizont durchsch. Wachstum (2024E-2031E)	52,6%
Adj. Halbjahres-Barwert	379,4	Endwert Wachstum (2031E - Unendlichkeit)	2,0%
Nettoverschuldung	25,2	Endwert ROCE	11,9%
Finanzanlagen	1,8	Endwert WACC	8,7%
Rückstellungen	0,8		
Wert des Eigenkapitals	355,2		
Anzahl ausstehender Aktien	29,1		
		WACC abgeleitet aus	
<b>Discountierter Cash Flow / Aktie</b>	<b>12,22</b>	Kosten der Kreditaufnahme vor Steuern	5,0%
<b>Discount / (Prämie)</b>	<b>207,7%</b>	Steuersatz	25,0%
		Beta	1,53
		Unlevered Beta (Industrie der Unternehmen)	1,10
		Zielrate Verschuldung / Eigenkapital	1,0
		Relevered beta	1,93
		Risikoloser Zins	2,0%
		Risikoprämie	6,0%
		Eigenkapitalkosten	13,6%
<b>Aktienkurs</b>	<b>3,97</b>		

Sensitivitätsanalyse DCF								
WACC		Langfristige Wachstumsrate					Anteil Endwert	
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%		
2,0%	7,2	7,6	8,1	8,7	9,3	2024E-2027E	-14,2%	
1,0%	8,7	9,2	9,9	10,6	11,5	2028E-2031E	21,5%	
0,0%	10,5	11,3	12,2	13,3	14,5	Endwert	92,7%	
-1,0%	13,0	14,1	15,4	16,9	18,8			
-2,0%	16,3	18,0	20,0	22,4	25,5			

Source: mwb research

## FCF-Rendite

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 freie Cashflow-Rendite ergibt einen fairen Wert zwischen EUR -7,91 je Aktie auf der Grundlage von 2024E und EUR 15,33 je Aktie auf der Grundlage von 2028E Schätzungen.**

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.	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
<b>EBITDA</b>	<b>-8,0</b>	<b>-2,9</b>	<b>20,8</b>	<b>47,7</b>	<b>81,0</b>
- Erhaltungsinvestitionen	4,4	4,9	5,1	11,3	31,2
- Minderheiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Steuerzahlungen	1,6	1,4	-1,7	9,1	12,5
<b>= Adjustierter FCF</b>	<b>-14,1</b>	<b>-9,2</b>	<b>17,4</b>	<b>27,3</b>	<b>37,4</b>
<b>Aktuelle MarketCap</b>	<b>115,7</b>	<b>115,7</b>	<b>115,7</b>	<b>115,7</b>	<b>115,7</b>
+ Nettoversch. (-cash)	30,6	56,3	74,0	97,2	90,5
+ 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	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
- Kumulierte Dividenden	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>EV Adjustierungen</i>	28,8	54,5	72,3	95,4	88,7
<b>= Richtiger EV</b>	<b>144,5</b>	<b>170,2</b>	<b>188,0</b>	<b>211,1</b>	<b>204,4</b>
<b>Adjustierte FCF-Rendite</b>	<b>-9,7%</b>	<b>-5,4%</b>	<b>9,2%</b>	<b>12,9%</b>	<b>18,3%</b>
Basis Hurdle Rate	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
ESG Adjustierung	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Adj. Hurdle Rate	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
<b>Fairer EV</b>	<b>-201,2</b>	<b>-131,7</b>	<b>248,3</b>	<b>390,0</b>	<b>534,3</b>
- EV Adjustierung	28,8	54,5	72,3	95,4	88,7
<b>Faire MarketCap</b>	<b>-230,0</b>	<b>-186,2</b>	<b>176,0</b>	<b>294,6</b>	<b>445,6</b>
Anzahl Aktien (Mio.)	29,1	29,1	29,1	29,1	29,1
<b>Fairer Wert je Aktie EUR</b>	<b>-7,91</b>	<b>-6,40</b>	<b>6,05</b>	<b>10,13</b>	<b>15,33</b>
<b>Prämie (-) / Discount (+)</b>	<b>-299,3%</b>	<b>-261,3%</b>	<b>52,5%</b>	<b>155,3%</b>	<b>286,0%</b>

Sensitivitätsanalyse fairer Wert						
	5,0%	-10,7	-8,2	9,5	15,5	22,7
	6,0%	-9,1	-7,2	7,5	12,4	18,4
<b>Adj. Hurdle Rate</b>	<b>7,0%</b>	<b>-7,9</b>	<b>-6,4</b>	<b>6,1</b>	<b>10,1</b>	<b>15,3</b>
	8,0%	-7,0	-5,8	5,0	8,5	13,0
	9,0%	-6,4	-5,4	4,2	7,2	11,2

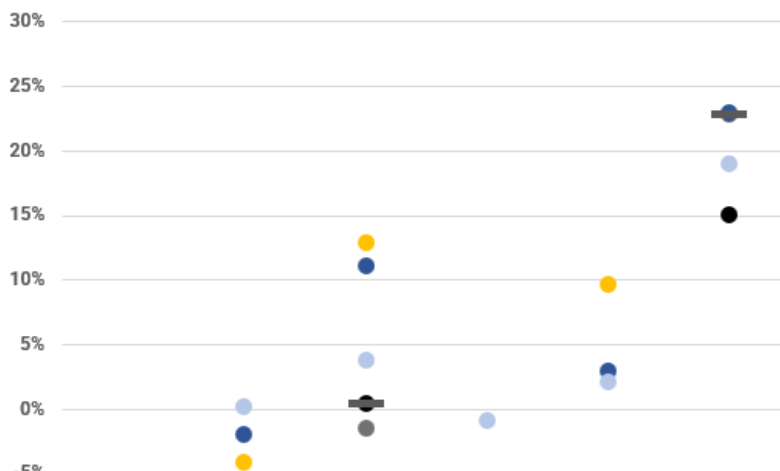
Quelle: Unternehmensangaben; mwb research

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 7,0%. 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, die den relativen Wert eines Unternehmens berechnet - wie viel es im Vergleich zu anderen ähnlichen Unternehmen wert sein sollte. In Anbetracht der Tatsache, dass sich Enapter AG in Bezug auf Größe, strategische Ausrichtung, Bilanzrelationen und Wachstumspfad erheblich unterscheidet, betrachten wir unsere Peer-Group-Analyse lediglich als Unterstützung für andere Bewertungsmethoden. Die Vergleichsgruppe von Enapter AG besteht aus den in der nachstehenden Grafik dargestellten Aktien. Am 14. August 2023 betrug der Median der Marktkapitalisierung der Vergleichsgruppe EUR 595,9m, verglichen mit EUR 115,4m für Enapter AG.

### Peer Group – Basisdaten



16-Oct-24

	Market Cap (EURm)	EBITDA margin 2025	EBITDA margin 2026	EBIT margin 2025	EBIT margin 2026	Sales CAGR 2023-2026
● NEL ASA	596	-7,1%	0,6%	-19,5%	-8,8%	15,1%
● Plug Power Inc.	1.662	-20,3%	-1,4%	-35,8%	-14,4%	23,0%
● ITM Power PLC	334	-41,6%	-11,5%	-57,7%	-22,9%	84,0%
● PowerCell Sweden AB	176	-1,9%	11,1%	-8,2%	3,0%	23,1%
● thyssenkrupp nucera AG & Co. KGaA	1.169	0,4%	3,9%	-0,8%	2,2%	19,1%
● Enapter AG	116	-4,0%	13,0%	-10,8%	9,8%	64,2%
– Peer Group Median	596	-7,1%	0,6%	-19,5%	-8,8%	23,0%

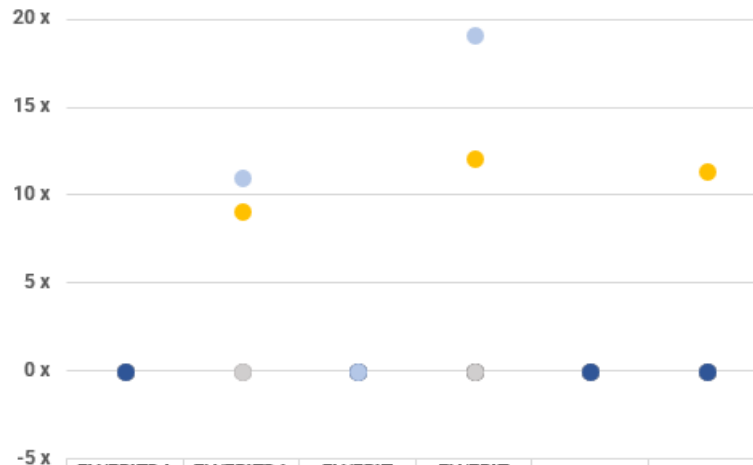
Source: FactSet, mwb research



Die Analyse vergleichbarer Unternehmen basiert auf der Annahme, dass ähnliche Unternehmen ähnliche Bewertungsmultiplikatoren aufweisen. Wir verwenden die folgenden Multiplikatoren: EV/EBIT 2025, EV/EBIT 2026, P/E 2025 und P/E 2026.

**Die Anwendung auf Enapter AG ergibt einen Bereich von fairen Werten von EUR 4,44 bis EUR 33,30.**

### Peer Group – Multiples und Bewertung



16-Oct-24

	EV/EBITDA 2025	EV/EBITDA 2026	EV/EBIT 2025	EV/EBIT 2026	P/E 2025	P/E 2026
● NEL ASA	0,0x	330,9x	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x
● Plug Power Inc.	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x
● ITM Power PLC	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x
● PowerCell Sweden AB	0,0x	30,4x	0,0x	111,5x	0,0x	0,0x
● thyssenkrupp nucera AG & Co. KGaA	146,0x	11,0x	0,0x	19,1x	687,5x	50,8x
● Enapter AG	-59,0x	9,1x	-21,9x	12,1x	-7,7x	11,3x
– Peer Group Median	146,0x	30,4x		65,3x	687,5x	50,8x
Fair Value (EUR)	-16,57	19,87		33,30	-352,67	17,80

Quelle: FactSet, mwb research

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.

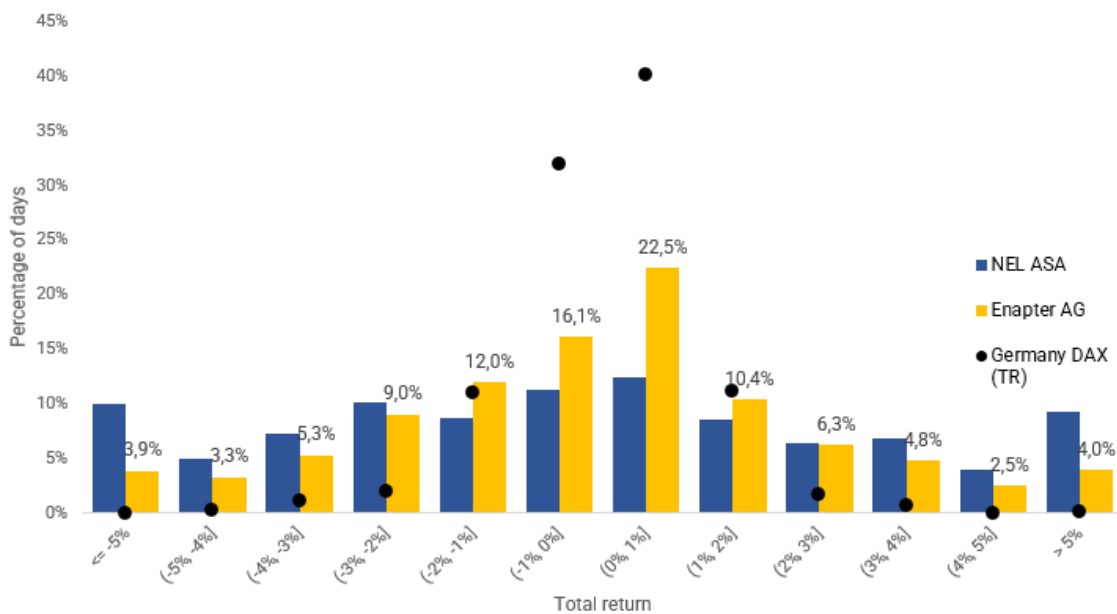
**Powercell Sweden AB (publ)** ist ein in Schweden ansässiges Unternehmen, das im Bereich der sauberen Energie tätig ist. Es befasst sich mit der Entwicklung, der Herstellung und dem Vertrieb von Energiesystemen mit Brennstoffzellen- und Reformertechnologie. Die Systeme verarbeiten sowohl fossile als 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: mwb research)

# Risiko

Das Diagramm zeigt die **Verteilung der täglichen Renditen von Enapter AG** über die letzten 3 Jahre, verglichen mit der gleichen Verteilung für NEL ASA. Wir haben auch die Verteilung für den Index Germany DAX (TR) einbezogen. Die Verteilung vermittelt ein besseres Verständnis des Risikos als Messgrößen wie die Volatilität, bei denen davon ausgegangen wird, dass die Log-Renditen normal verteilt sind. In Wirklichkeit sind sie schief (Abwärtsbewegungen sind größer) und haben überschüssige Kurtosis (große Bewegungen treten häufiger auf als bei der Normalverteilung). Außerdem werden bei der Volatilität Aufwärts- und Abwärtsbewegungen gleich behandelt, während sich die Anleger mehr Sorgen um Abwärtsbewegungen machen. Für Enapter AG war der schlechteste Tag in den letzten 3 Jahren der 09.12.2022 mit einem Kursrückgang von -20,0%. Der beste Tag war der 29.12.2023, als der Aktienkurs um 17,1% stieg.

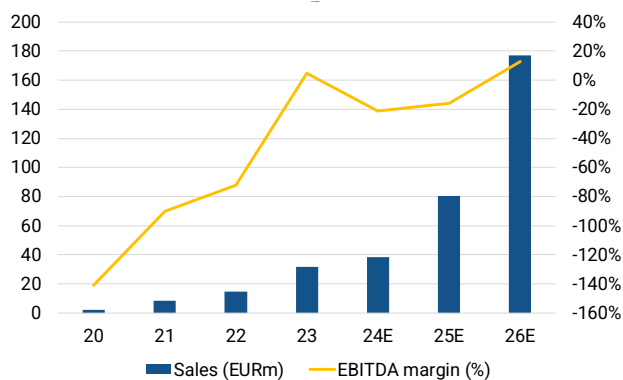
## Risiko – Tägliche Renditeverteilung (nach 3 Jahren)



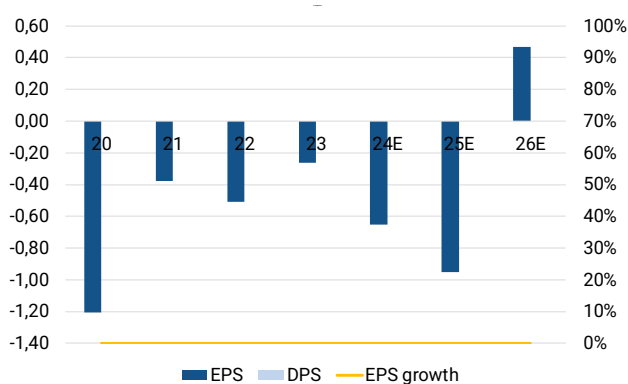
Quelle: FactSet, mwb research

# Finanzkennzahlen in sechs Grafiken

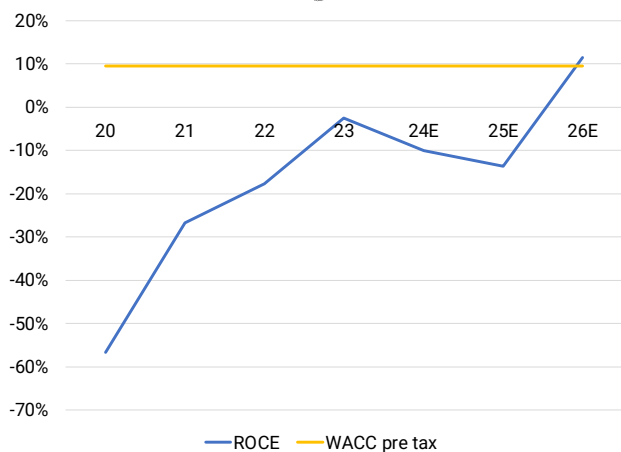
**Sales vs. EBITDA margin development**



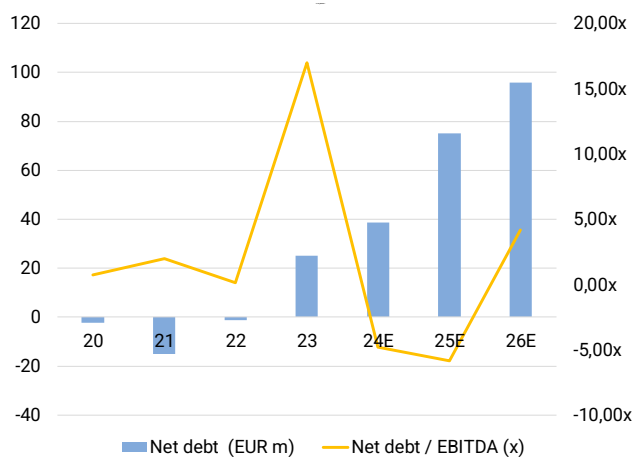
**EPS, DPS in EUR & yoy EPS growth**



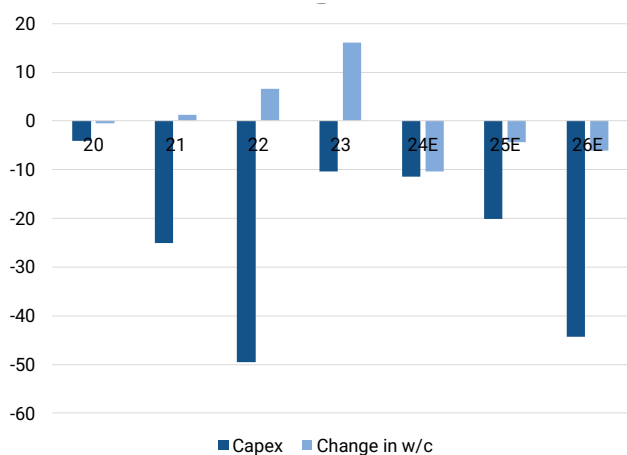
**ROCE vs. WACC (pre tax)**



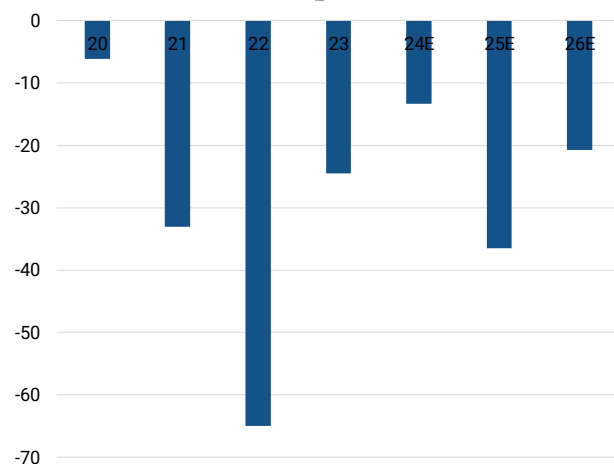
**Net debt and net debt/EBITDA**



**Capex & chgn in w/c requirements in EURm**



**Free Cash Flow in EURm**



Quelle: Company data; mwb research

# Finanzkennzahlen

Gewinn und Verlustrechnung (Mio. EUR)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>Nettoumsatz</b>	<b>8,4</b>	<b>14,7</b>	<b>31,6</b>	<b>38,2</b>	<b>72,8</b>	<b>160,2</b>
Umsatzwachstum	307,8%	73,8%	115,4%	21,0%	90,5%	120,0%
Änderung der (un-)Fertigerzeugnisse	0,5	0,5	2,1	0,0	0,0	0,0
<b>Gesamumsatz</b>	<b>9,0</b>	<b>15,2</b>	<b>33,7</b>	<b>38,2</b>	<b>72,8</b>	<b>160,2</b>
Materialaufwendungen	7,9	12,0	13,0	18,4	40,8	99,3
<b>Bruttogewinn</b>	<b>1,1</b>	<b>3,2</b>	<b>20,7</b>	<b>19,9</b>	<b>32,0</b>	<b>60,9</b>
Sonstige betriebliche Erträge	4,7	9,2	8,2	4,6	3,6	0,0
Personalaufwendungen	7,6	14,3	13,6	21,0	25,5	23,2
Sonstige betriebliche Aufwendungen	5,8	8,6	13,9	11,5	13,1	16,8
<b>EBITDA</b>	<b>-7,6</b>	<b>-10,6</b>	<b>1,5</b>	<b>-8,0</b>	<b>-2,9</b>	<b>20,8</b>
Abschreibung	1,0	2,3	4,2	4,4	4,9	5,1
EBITA	-8,6	-12,9	-2,7	-12,5	-7,9	15,7
Goodwill Abschreibung und immat. Vermögenswerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>-8,6</b>	<b>-12,9</b>	<b>-2,7</b>	<b>-12,5</b>	<b>-7,9</b>	<b>15,7</b>
Finanzergebnis	-0,1	-0,1	-3,6	-3,6	-5,7	-7,2
Wiederkehrender Gewinn vor Steuern	-8,7	-13,0	-6,3	-16,1	-13,6	8,5
Ausserordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gewinn vor Steuern	-8,7	-13,0	-6,3	-16,1	-13,6	8,5
Steuern	-0,0	0,0	0,9	1,6	1,4	-1,7
Reingewinn aus fortgeführten Geschäften	-8,7	-13,0	-7,2	-17,7	-14,9	10,2
Ergebnis aus aufgegebenen Geschäftsbereichen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>-8,7</b>	<b>-13,0</b>	<b>-7,2</b>	<b>-17,7</b>	<b>-14,9</b>	<b>10,2</b>
Minderheitsbeteiligung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss (berichtet)	-8,7	-13,0	-7,2	-17,7	-14,9	10,2
Durchschnittliche Anzahl von Aktien	23,11	25,51	27,20	29,07	29,07	29,07
<b>Gewinn pro Aktie (berichtet)</b>	<b>-0,38</b>	<b>-0,51</b>	<b>-0,26</b>	<b>-0,61</b>	<b>-0,51</b>	<b>0,35</b>

Gewinn & Verlustrechnung (common size)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<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	6%	4%	7%	0%	0%	0%
<b>Gesamumsatz</b>	<b>106%</b>	<b>104%</b>	<b>107%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
Materialaufwendungen	93%	82%	41%	48%	56%	62%
<b>Bruttogewinn</b>	<b>13%</b>	<b>22%</b>	<b>66%</b>	<b>52%</b>	<b>44%</b>	<b>38%</b>
Sonstige betriebliche Erträge	56%	63%	26%	12%	5%	0%
Personalaufwendungen	90%	97%	43%	55%	35%	14%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	69%	59%	44%	30%	18%	11%
<b>EBITDA</b>	<b>-90%</b>	<b>-72%</b>	<b>5%</b>	<b>-21%</b>	<b>-4%</b>	<b>13%</b>
Abschreibung	12%	16%	13%	12%	7%	3%
EBITA	-102%	-88%	-8%	-33%	-11%	10%
Goodwill Abschreibung und immat. Vermögenswerte	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>EBIT</b>	<b>-102%</b>	<b>-88%</b>	<b>-8%</b>	<b>-33%</b>	<b>-11%</b>	<b>10%</b>
Finanzergebnis	-1%	-1%	-11%	-9%	-8%	-4%
Wiederkehrender Gewinn vor Steuern	-103%	-88%	-20%	-42%	-19%	5%
Ausserordentliches Ergebnis	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Gewinn vor Steuern	-103%	-88%	-20%	-42%	-19%	5%
Steuern	-0%	0%	3%	4%	2%	-1%
Reingewinn aus fortgeführten Geschäften	-103%	-88%	-23%	-46%	-20%	6%
Ergebnis aus aufgegebenen Geschäftsbereichen	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>-103%</b>	<b>-88%</b>	<b>-23%</b>	<b>-46%</b>	<b>-20%</b>	<b>6%</b>
Minderheitsbeteiligung	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Jahresüberschuss (berichtet)</b>	<b>-103%</b>	<b>-88%</b>	<b>-23%</b>	<b>-46%</b>	<b>-20%</b>	<b>6%</b>

Quelle: Unternehmensangaben; mwb research

Bilanz (in EUR Mio.)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>Immaterielle Vermögenswerte</b>	<b>7,1</b>	<b>10,3</b>	<b>12,0</b>	<b>15,8</b>	<b>19,4</b>	<b>27,4</b>
Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Grundstücke, Anlagen und Ausrüstung	25,0	68,8	72,9	76,1	85,7	112,6
Finanzielle Vermögenswerte	0,1	1,2	1,8	1,8	1,8	1,8
<b>ANLAGEVERMÖGENEN</b>	<b>32,2</b>	<b>80,2</b>	<b>86,6</b>	<b>93,7</b>	<b>106,9</b>	<b>141,8</b>
Vorräte	3,6	8,4	11,3	6,0	11,2	27,2
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	2,8	9,7	23,3	18,9	31,9	63,6
Sonstiges Umlaufvermögen	0,0	0,2	5,6	5,6	5,6	5,6
Barmittel	19,6	5,1	14,6	19,4	23,7	26,0
Latente Steuern	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rechnungsabgrenzungsposten	3,9	4,2	0,0	5,7	10,9	24,0
<b>UMLAUFVERMÖGEN</b>	<b>29,9</b>	<b>27,6</b>	<b>54,8</b>	<b>55,7</b>	<b>83,3</b>	<b>146,5</b>
<b>AKTIVA</b>	<b>62,1</b>	<b>107,8</b>	<b>141,4</b>	<b>149,3</b>	<b>190,2</b>	<b>288,3</b>
<b>EIGENKAPITAL</b>	<b>46,5</b>	<b>86,5</b>	<b>80,3</b>	<b>70,6</b>	<b>55,7</b>	<b>65,9</b>
MINDERHEITSBETEILIGUNG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Langfristige Schulden	3,3	2,8	38,7	45,0	60,0	80,0
Rückstellungen für Pensionen	0,0	0,0	0,8	0,0	0,0	0,0
Andere Rückstellungen	1,9	2,4	2,1	3,8	3,6	3,2
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>5,2</b>	<b>5,3</b>	<b>41,5</b>	<b>48,8</b>	<b>63,6</b>	<b>83,2</b>
kurzfristige Verbindlichkeiten gegenüber Banken	1,3	1,0	1,1	5,0	20,0	20,0
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	6,4	11,2	5,5	12,6	24,6	46,3
Anzahlungen	0,1	0,3	0,7	1,9	7,3	32,0
Sonstige Verbindlichkeiten	0,8	1,5	11,4	9,6	18,2	40,1
Latente Steuern	0,0	0,0	0,9	0,9	0,9	0,9
Passive Rechnungsabgrenzung	1,8	2,1	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>10,4</b>	<b>16,1</b>	<b>19,6</b>	<b>29,9</b>	<b>70,9</b>	<b>139,2</b>
<b>PASSIVA</b>	<b>62,1</b>	<b>107,8</b>	<b>141,4</b>	<b>149,3</b>	<b>190,2</b>	<b>288,3</b>

Bilanz (common size)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>Immaterielle Vermögenswerte</b>	<b>11%</b>	<b>10%</b>	<b>8%</b>	<b>11%</b>	<b>10%</b>	<b>10%</b>
Goodwill	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Grundstücke, Anlagen und Ausrüstung	40%	64%	52%	51%	45%	39%
Finanzielle Vermögenswerte	0%	1%	1%	1%	1%	1%
<b>ANLAGEVERMÖGENEN</b>	<b>52%</b>	<b>74%</b>	<b>61%</b>	<b>63%</b>	<b>56%</b>	<b>49%</b>
Vorräte	6%	8%	8%	4%	6%	9%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	5%	9%	16%	13%	17%	22%
Sonstiges Umlaufvermögen	0%	0%	4%	4%	3%	2%
Barmittel	32%	5%	10%	13%	12%	9%
Latente Steuern	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Rechnungsabgrenzungsposten	6%	4%	0%	4%	6%	8%
<b>UMLAUFVERMÖGEN</b>	<b>48%</b>	<b>26%</b>	<b>39%</b>	<b>37%</b>	<b>44%</b>	<b>51%</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>75%</b>	<b>80%</b>	<b>57%</b>	<b>47%</b>	<b>29%</b>	<b>23%</b>
MINDERHEITSBETEILIGUNG	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Langfristige Schulden	5%	3%	27%	30%	32%	28%
Rückstellungen für Pensionen und ähnliche Verpflichtungen	0%	0%	1%	0%	0%	0%
Andere Rückstellungen	3%	2%	1%	3%	2%	1%
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>8%</b>	<b>5%</b>	<b>29%</b>	<b>33%</b>	<b>33%</b>	<b>29%</b>
kurzfristige Verbindlichkeiten gegenüber Banken	2%	1%	1%	3%	11%	7%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	10%	10%	4%	8%	13%	16%
Anzahlungen	0%	0%	1%	1%	4%	11%
Sonstige Verbindlichkeiten	1%	1%	8%	6%	10%	14%
Latente Steuern	0%	0%	1%	1%	0%	0%
Passive Rechnungsabgrenzung	3%	2%	0%	0%	0%	0%
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>17%</b>	<b>15%</b>	<b>14%</b>	<b>20%</b>	<b>37%</b>	<b>48%</b>
<b>PASSIVA</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Quelle: Unternehmensangaben; mwb research

Kapitalflussrechnung (EUR Mio.)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Jahresüberschuss/Verlust	-8,7	-13,0	-7,2	-17,7	-14,9	10,2
Abschreibung von Anlagevermögen (inkl. Leasing)	1,0	2,3	4,2	4,4	4,9	5,1
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	0,9	1,8	5,0	1,0	-0,2	-0,4
Operativer Cash Flow vor Veränderungen des w/c	-6,8	-8,9	2,0	-12,3	-10,1	14,9
Veränderung des Bestands	-2,3	-4,8	-2,9	5,3	-5,1	-16,0
Veränderung der Lieferung und Leistungen	-5,6	-6,1	-14,8	4,4	-13,1	-31,7
Veränderung der Verbindlichkeiten aus LuL	6,8	4,5	0,7	7,0	12,0	21,7
Veränderung anderer Positionen des Working Capital	-0,1	-0,1	0,9	-6,3	8,8	33,5
Erhöhung/Verminderung des Working Capital	-1,2	-6,5	-16,0	10,4	2,6	7,4
<b>Mittelfluss aus betrieblichen Aktivitäten</b>	<b>-8,0</b>	<b>-15,5</b>	<b>-14,1</b>	<b>-1,9</b>	<b>-7,5</b>	<b>22,3</b>
CAPEX	-25,1	-49,5	-10,4	-11,5	-18,2	-40,1
Zahlungen für Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzielle Investitionen	-0,0	-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>-25,1</b>	<b>-49,5</b>	<b>-10,4</b>	<b>-11,5</b>	<b>-18,2</b>	<b>-40,1</b>
Mittelfluss vor Finanzierung	-33,1	-65,0	-24,5	-13,3	-25,7	-17,7
Zunahme/Abnahme der Schuldenposition	2,3	-0,8	34,0	10,2	30,0	20,0
Kauf eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	48,3	53,0	0,0	8,0	0,0	0,0
Dividendenzahlungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige	-2,2	-1,8	0,0	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>48,4</b>	<b>50,4</b>	<b>34,0</b>	<b>18,2</b>	<b>30,0</b>	<b>20,0</b>
Zunahme/Abnahme der flüssigen Mittel	15,4	-14,5	9,5	4,8	4,3	2,3
<b>Flüssige Mittel am Ende der Periode</b>	<b>19,6</b>	<b>5,1</b>	<b>14,6</b>	<b>19,4</b>	<b>23,7</b>	<b>26,0</b>

Quelle: Unternehmensangaben; mwb research

Regionale Umsatzverteilung (EUR Mio.)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Deutschland	4,3	7,8	11,3	13,7	26,0	57,3
Europa (ex Deutschland)	1,4	2,7	17,1	20,7	39,4	86,8
Amerika	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Asien	0,0	2,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Rest der Welt	2,8	1,4	3,2	3,9	7,4	16,2
<b>Gesamtumsatz</b>	<b>8,4</b>	<b>14,7</b>	<b>31,6</b>	<b>38,2</b>	<b>72,8</b>	<b>160,2</b>

Regionale Umsatzverteilung (common size)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Deutschland	51,3%	52,9%	35,7%	35,7%	35,7%	35,7%
Europa (ex Deutschland)	16,0%	18,3%	54,2%	54,2%	54,2%	54,2%
Amerika	0,0%	3,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Asien	0,0%	16,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rest der Welt	32,7%	9,6%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%
<b>Gesamtumsatz</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Quelle: Unternehmensangaben; mwb research

Kennzahlen	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>Daten pro Aktie</b>						
Ergebnis pro Aktie (berichtet)	-0,38	-0,51	-0,26	-0,61	-0,51	0,35
Cash Flow pro Aktie	-0,35	-0,61	-0,52	-0,22	-0,43	0,59
Buchwert pro Aktie	2,01	3,39	2,95	2,43	1,91	2,27
Dividende pro Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Bewertung</b>						
KGV	-10,5x	-7,8x	-15,1x	-6,5x	-7,7x	11,3x
Kurs/CF	-11,5x	-6,5x	-7,7x	-18,3x	-9,3x	6,7x
Preis/Buchwert	2,0x	1,2x	1,3x	1,6x	2,1x	1,8x
Dividendenrendite (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
FCF-Rendite (%)	-8,7%	-15,3%	-13,0%	-5,5%	-10,8%	14,9%
Unternehmenswert/Umsatz	11,9x	7,8x	4,5x	3,8x	2,4x	1,2x
Unternehmenswert/EBITDA	-13,2x	-10,8x	95,2x	-18,2x	-58,9x	9,1x
Unternehmenswert/EBIT	-11,7x	-8,9x	-52,7x	-11,7x	-21,8x	12,1x
<b>G&amp;V (EUR Mio.)</b>						
Umsatz	8,4	14,7	31,6	38,2	72,8	160,2
Wachstum Veränderung (%)	307,8%	73,8%	115,4%	21,0%	90,5%	120,0%
Rohertrag	1,1	3,2	20,7	19,9	32,0	60,9
Rohertragsmarge (%)	13,1%	21,7%	65,6%	52,0%	44,0%	38,0%
EBITDA	-7,6	-10,6	1,5	-8,0	-2,9	20,8
EBITDA Marge (%)	-90,2%	-72,1%	4,7%	-21,0%	-4,0%	13,0%
EBIT	-8,6	-12,9	-2,7	-12,5	-7,9	15,7
EBIT Marge (%)	-102,1%	-87,6%	-8,5%	-32,6%	-10,8%	9,8%
Jahresüberschuss	-8,7	-13,0	-7,2	-17,7	-14,9	10,2
<b>Kapitalflussrechnung</b>						
Operativer Cashflow	-8,0	-15,5	-14,1	-1,9	-7,5	22,3
Investitionen	-25,1	-49,5	-10,4	-11,5	-18,2	-40,1
Erhaltungsinvestitionen	0,0	0,0	0,0	4,4	4,9	5,1
Freier Cash Flow	-33,1	-65,0	-24,5	-13,3	-25,7	-17,7
<b>Bilanz (EUR Mio.)</b>						
Immaterielle Vermögenswerte	7,1	10,3	12,0	15,8	19,4	27,4
Materielle Vermögensgegenstände	25,0	68,8	72,9	76,1	85,7	112,6
Eigenkapital	46,5	86,5	80,3	70,6	55,7	65,9
Pensionsrückstellungen	0,0	0,0	0,8	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten und Rückstellungen	6,6	6,3	42,7	53,8	83,6	103,2
Netto-Finanzverbindlichkeiten	-15,0	-1,2	25,2	30,6	56,3	74,0
w/c Anforderungen	-0,1	6,6	28,3	10,4	11,2	12,6
<b>Kennzahlen</b>						
Eigenkapitalrendite (ROE)	-18,7%	-15,0%	-8,9%	-25,1%	-26,8%	15,5%
Rendite auf das eingesetzte Kapital (ROCE)	-16,2%	-13,9%	-2,2%	-10,0%	-5,6%	9,3%
Nettoverschuldung	-32,2%	-1,4%	31,4%	43,3%	101,1%	112,4%
Nettoverschuldung / EBITDA	2,0x	0,1x	17,0x	-3,8x	-19,3x	3,6x

Quelle: Unternehmensangaben; mwb research



## 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 mwb research 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 mwb research 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 mwb research 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 mwb research zulässig. Eine unrechtmäßige Weitergabe an Dritte ist nicht gestattet.

Ein Vertrieb dieses Dokuments in Großbritannien darf nur mit ausdrücklicher vorheriger schriftlicher Genehmigung durch mwb research 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. Potentielle 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 mwb research 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 mwb research 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.mwb-research.com>.

Die mwb research 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 mwb research 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 mwb research AG getroffen. Die Meinungen und Einschätzungen in diesem Recherchebericht können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Es liegt im Ermessen der mwb research 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:**  
16-Oct-24 09:51:37

## 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 mwb research AG hat die Informationen auf Plausibilität, aber nicht auf Richtigkeit und Vollständigkeit geprüft.

**8. Zuständige Aufsichtsbehörde** Die mwb research 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://mwb-research.com>.

## Kontakt

**mwb research AG**  
**Mittelweg 142**  
**20148 Hamburg**  
**Germany**

Tel.: +49 40 309 293-52  
Email.: [contact@mwb-research.com](mailto:contact@mwb-research.com)  
Webseite: [www.mwb-research.com](http://www.mwb-research.com)  
Research: [www.research-hub.de](http://www.research-hub.de)

### Research

**HARALD HOF**  
Senior Analyst  
Tel: +49 40 309 293-73  
E-Mail: [h.hof@mwb-research.com](mailto:h.hof@mwb-research.com)

**LEON MÜHLENBRUCH**  
Analyst  
Tel: +49 40 309 293-77  
E-Mail: [l.muehlenbruch@mwb-research.com](mailto:l.muehlenbruch@mwb-research.com)

**ABED JARAD**  
Junior Analyst  
Tel: +49 40 309 293-74  
E-Mail: [a.jarad@mwb-research.com](mailto:a.jarad@mwb-research.com)

**JENS-PETER RIECK**  
Junior Analyst  
Tel: +49 40 309 293-74  
E-Mail: [jp.riec@mwb-research.com](mailto:jp.riec@mwb-research.com)

**THOMAS WISSLER**  
Senior Analyst  
Tel: +49 40 309 293-78  
E-Mail: [t.wissler@mwb-research.com](mailto:t.wissler@mwb-research.com)

**DR. OLIVER WOJAHN, CFA**  
Senior Analyst  
Tel: +49 40 309 293-75  
E-Mail: [o.wojahn@mwb-research.com](mailto:o.wojahn@mwb-research.com)

**ALEXANDER ZIENKOWICZ**  
Senior Analyst  
Tel: +49 40 309 293-76  
E-Mail: [a.zienkowicz@mwb-research.com](mailto:a.zienkowicz@mwb-research.com)

### Sales

**HOLGER NASS**  
Head of Sales  
Tel: +49 40 309 293-52  
E-Mail: [h.nass@mwb-research.com](mailto:h.nass@mwb-research.com)

### Team Assistant

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

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

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

### Sales / Designated Sponsoring /Corporate Finance

**ALEXANDER DEUSS**  
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)

**JAN NEYNABER**  
Institutional Sales  
Tel: +49 69 1387-1255  
E-Mail: [jneynaber@mwbfairtrade.com](mailto:jneynaber@mwbfairtrade.com)

**DIRK WEYERHÄUSER**  
Corporate Finance  
Tel: +49 69 1387-1250  
E-Mail: [dweyerhaeuser@mwbfairtrade.com](mailto:dweyerhaeuser@mwbfairtrade.com)

### Standorte

**HAMBURG (Research)**  
Mittelweg 142  
20148 Hamburg  
+49 40 309 293-52

**HAMBURG (Corporates & Markets)**  
Kleine Johannisstraße 4  
20457 Hamburg  
+49 40 360 995-0

**FRANKFURT A.M.**  
Unterlindau 29  
60323 Frankfurt am Main  
+49 40 360 995-22

**MUNICH**  
Rottenbucher Str. 28  
82166 Gräfelfing  
+49 89-85852-0

**BERLIN**  
Kurfürstendamm 151  
10709 Berlin

**HANNOVER**  
An der Börse 2  
30159 Hannover

Unser Research ist abrufbar unter:

[ResearchHub](http://ResearchHub)  
[Bloomberg](http://Bloomberg)  
[FactSet](http://FactSet)  
[Thomson Reuters / Refinitiv](http://Thomson Reuters / Refinitiv)  
[CapitalIQ](http://CapitalIQ)

[www.research-hub.de](http://www.research-hub.de)  
[www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com)  
[www.factset.com](http://www.factset.com)  
[www.refinitiv.com](http://www.refinitiv.com)  
[www.capitaliq.com](http://www.capitaliq.com)