

Enapter AG

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

2024 KPIs & 2025 Guidance

BEWERTUNG

KURSZIEL

Aufwärtspotenzial
 Risikobewertung

BUY

€ 5,00

51,5%
 High

2025 WIRD EIN WACHSTUMSJAHR

Enapter hat vorläufige 2024 KPIs berichtet und eine Guidance für 2025 gegeben. Der Umsatz in 2024 belief sich auf €21,3 Mio. und lag damit unterhalb der im November 2024 auf €22 Mio. bis €24 Mio. gesenkten Guidance-Bandbreite sowie unserer Schätzung von €22,2 Mio. Dasselbe gilt für das EBITDA: Mit €-8,6 Mio. lag es unter der Guidance (€-7 Mio. bis €8 Mio.) und unserer Prognose von €8,0 Mio. Für 2025 plant Enapter einen Umsatz von €39 Mio. bis €42 Mio., was sich ebenfalls unter unserer bisherigen Prognose von €52 Mio. bewegt. Zumindest beim EBITDA liegen wir mit €-1,7 Mio. im Rahmen der Guidance von €-2 Mio. bis €0 Mio. Angesichts einer weltweit schwächer als erwarteten Nachfrage nach Elektrolyseuren und grünem Wasserstoff sowie zahlreichen Projektverschiebungen und -stornierungen senken wir unsere Prognosen für 2025 und die Folgejahre. Zwar kann sich Enapter der Branchenentwicklung nicht entziehen, ein Vergleich mit den wichtigsten europäischen Wettbewerbern zeigt aber, dass das Unternehmen vergleichsweise gut aufgestellt ist und 2025 mit einer deutlichen Umsatzsteigerung sowie mit einem wesentlich verbesserten Ergebnis aufwarten sollte. Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt ein neues Kursziel von €5 (bisher: €6). Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung.

2025 wird besser Nach einem enttäuschenden Jahr 2024, in dem Enapter die Umsatzguidance im November gesenkt hat und trotzdem zum Jahresende bei Umsatz und EBITDA etwas unterhalb der neuen Guidancebandbreite herauslief, sehen wir aufgrund des für den Umsatz des laufenden Jahres relevanten Auftragsbestands von €29 Mio. sehr gute Chancen, dass die Guidance von €39 Mio. bis €42 Mio. (vgl. Abbildung 2 auf der nächsten Seite) erreicht wird (FBe: €39,2 Mio.). Auch beim EBITDA gehen wir von einer wesentlichen Verbesserung aus und erwarten €-2,1 Mio. nach €-8,6 Mio. in 2024. Enapter gibt die EBITDA-Guidance mit €-2 Mio. bis €0 Mio. an.

(b.w.)

FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Umsatz (€ Mio.)	8,4	14,7	31,6	21,3	39,2	61,3
Jährliches Wachstum	307,8%	73,8%	115,4%	-32,6%	83,8%	56,6%
EBIT (€ Mio.)	-8,6	-12,9	-2,7	-13,2	-7,1	-2,3
EBIT-Marge	-102,1%	-87,6%	-8,5%	-61,8%	-18,2%	-3,8%
Jahresübers. (€ Mio.)	-8,7	-13,0	-7,2	-19,1	-12,8	-7,3
EPS (verwässert) (€)	-0,38	-0,51	-0,26	-0,70	-0,44	-0,25
DPS (€)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF (€ Mio.)	-33,0	-64,9	-24,5	-12,7	-15,0	-4,7
Nettoverschuldungsgrad	-33,8%	-2,1%	30,6%	39,0%	70,1%	90,1%
Liquide Mittel (€ Mio.)	19,6	5,1	14,6	12,1	3,6	7,9

RISIKEN

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

UNTERNEHMENSPROFIL

Enapter stellt standardisierte Stacks & Elektrolyseure her, die nach dem Modulprinzip zu größeren Einheiten zusammengesetzt werden können. Enapters patentgeschützte AEM-Technologie verspricht großes Kostensenkungspotenzial. Gegenwärtig hat Enapter Produktionsstandorte in Pisa, Italien, & Saerbeck, Deutschland, und ca. 200 Mitarbeiter*innen.

HANDELSDATEN

Stand: 3. Mrz 2025

Schlusskurs	€ 3,30
Aktien im Umlauf	27,20 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 89,74 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 3,11 / 7,09
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	24.276

Multiples	2023	2024E	2025E
KGV	n.a.	n.a.	n.a.
EV/Sales	3,8	5,7	3,1
EV/EBIT	n.a.	n.a.	n.a.
Div.-Rendite	0,0%	0,0%	0,0%

KURSÜBERSICHT



UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 30. Jun 2024

Liquide Mittel	€ 4,08 Mio.
Kurzfristige Vermögenswerte	€ 44,35 Mio.
Immaterielle Vermögenswerte	€ 13,12 Mio.
Bilanzsumme	€ 133,53 Mio.
Kurzfristige Verbindlichkeiten	€ 16,13 Mio.
Eigenkapital	€ 72,71 Mio.

AKTIONÄRSSTRUKTUR

BluGreen	47,6%
Svelland Global Trading Master	15,3%
Morgan Stanley	5,0%
Other Investors	14,0%
Free Float	18,1%

2024 KPIs verdecken positive Entwicklung Im Vergleich zu 2023 sehen die 2024er-Zahlen auf den ersten Blick schwach aus (vgl. Abbildung 1), lag doch der Umsatz 2023 bei €31,6 Mio. und das EBITDA bei €1,5 Mio. Dabei ist aber zu berücksichtigen, dass Umsatz und Ergebnis positiv durch Erlöse in Höhe von €15 Mio. aus der Übertragung von Markenrechten und Know-how für den US-Markt an Clean H2 beeinflusst waren. Das heißt im Umkehrschluss, dass der reine Produktumsatz 2023 bei €16,3 Mio. lag. Legt man diesen als Vergleichszahl zum 2024er Umsatz zugrunde, so verzeichnete Enapter ein Wachstum von 31% J/J.

Abbildung 1: Berichtete Zahlen versus Prognosen

Alle Zahlen in € Mio.	2024A	2024E	Delta	2023A	Delta	Guidance
Umsatz	21,3	22,2	-4%	31,6	-33%	22 bis 24
EBITDA	-8,6	-7,9	-	1,5	-	-7 bis -8

Quelle: First Berlin Equity Research, Enapter AG

Abbildung 2: 2025 Guidance und FBe

in € Mio.	Guidance	FBe alt	FBe neu
Umsatz	39 bis 42	52,3	39,2
EBITDA	-2 bis 0	-1,7	-2,1

Quelle: First Berlin Equity Research, Enapter AG

Kräftiges Wachstum bei Auftragseingang und -bestand 2024 stieg der Auftragseingang um 165% J/J von €20 Mio. auf €53 Mio. Der Auftragsbestand lag zum Jahresende bei €45 Mio. (Ende 2023: €26 Mio.). Im Jahresvergleich erhöhte er sich damit um €19 Mio. bzw. 73%.

Nach dem Wasserstoffhype folgt das Tal des Todes Regulatorische Unsicherheiten, Kostensteigerungen, Finanzierungsprobleme sowie Projektverzögerungen und -stornierungen haben dazu geführt, dass der Kapazitätsausbau im Elektrolyseurbereich der Nachfrage deutlich vorausgelaufen ist. Die Elektrolyseur-Hersteller haben je nach Unternehmen mit Umsatzrückgängen, Verlusten und rückläufigen Auftragseingängen zu kämpfen und reagieren darauf mit Kostensenkungsprogrammen und Kapazitätsanpassungen. Hier fünf Beispiele:

- Der norwegische Hersteller NEL konnte den Umsatz 2024 nur um 3% auf NOK 1,390 Mio. (ca. €119 Mio.) steigern und verzeichnete einen operativen Verlust von NOK -389 Mio. (ca. €-33 Mio.). Der Auftragsbestand sank 2024 um 23% J/J auf NOK 1,614 Mio. (ca. €138 Mio.). Für 40% davon (NOK 653 Mio. / €56 Mio.) sieht das Unternehmen ein signifikantes Risiko für eine Verschiebung oder Stornierung. NEL hat im Januar 2025 einen Restrukturierungsprozess eingeleitet, entlässt ca. 20% seiner Mitarbeiter und stoppt die Produktion alkalischer Elektrolyseure in Herøya vorübergehend. Angesichts der Risiken im Auftragsbestand dürfte 2025 ein Umsatzrückgang wahrscheinlich sein.
- Das britische Unternehmen ITM Power konnte seinen Umsatz im ersten Halbjahr 2025 (das Geschäftsjahr endet am 31. Oktober) zwar um 74% J/J auf €15,5 Mio. steigern, der bereinigte EBITDA-Verlust betrug allerdings €-16,8 Mio. und war damit größer als der Umsatz. Für das Geschäftsjahr 2025 erwartet ITM einen Umsatz von €18 Mio. bis €22 Mio. und einen bereinigten EBITDA-Verlust von €-32 Mio. bis €-36 Mio. Profitables Wachstum sieht anders aus.



- Der deutsche Hersteller thyssenkrupp nucera erwartet für das Geschäftsjahr 2024/25, das Ende September endet, einen Gruppenumsatz von €850 Mio. bis €950 Mio. nach €862 Mio. im Vorjahr. Im Segment alkaline Wasserelektrolyse rechnet das Unternehmen mit einem Umsatz von €450 Mio. bis €550 Mio. nach €524 Mio. in 2023/24. Das Segment-EBIT soll sich auf einen negativen mittleren zweistelligen €Mio.-Wert verbessern nach €-76 Mio. im Vorjahr. Damit dürfte das Unternehmen zwar den operativen Verlust weiter eingrenzen, aber statt weiteren Segmentwachstums sieht es eher nach Konsolidierung aus.
- Quest One, eine Tochter des deutschen Unternehmens MAN Energy Solutions, hat im Februar ein Programm zur Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit eingeleitet, in dessen Zentrum Einsparungen im niedrigen bis mittleren zweistelligen Millionenbereich und der Abbau von rund 120 Arbeitsplätzen stehen. Das Unternehmen reagiert damit nach eigenen Worten auf einen deutlich hinter den Erwartungen zurückgebliebenen Hochlauf der deutschen und internationalen Wasserstoffwirtschaft. Quest One steckt damit mitten in der Restrukturierung.
- Der französische Elektrolyseurhersteller McPhy berichtete den vorläufigen Umsatz für 2024. Mit €13,1 Mio. lag dieser 30% unter dem Vorjahreswert. Der Umsatz war negativ durch eine Entschädigungszahlung für die Beendigung von Wasserstofftankstellenprojekten beeinflusst. Die Barmittelposition ist im Jahresverlauf 2024 von €63 Mio. auf €39 Mio. gesunken. Der reduzierte Liquiditätshorizont macht die Beschaffung frischer Finanzmittel im Laufe von Q3/25 notwendig.

Ein Vergleich der Situation bei Enapter mit den oben angeführten Wettbewerbern macht deutlich, dass Enapter im Branchenvergleich relativ gut da steht. 2025 dürften Enapters Umsätze deutlich steigen, das EBITDA kratzt am Break-even und Auftragseingang und -bestand sind 2024 deutlich gewachsen.

Schätzungen gesenkt Nachdem die vorläufigen Zahlen für 2024 und die Umsatzguidance für 2025 unterhalb unserer Schätzungen lagen, haben wir unsere Prognosen nach unten angepasst. Wir gehen weiterhin davon aus, dass Enapter ab 2026E EBITDA-positiv sein wird.

Abbildung 3: Veränderung der Schätzungen

Alle Zahlen in € Mio.	2024E			2025E			2026E		
	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta
Umsatz	22,2	21,3	-4%	52,3	39,2	-25%	79,2	61,3	-23%
EBITDA	-8,0	-8,6	-	-1,7	-2,1	-	5,1	3,0	-41%
Marge	-35,9%	-40,2%	-	-3,2%	-5,3%	-	6,4%	4,9%	-
EBIT	-12,6	-13,2	-	-6,7	-7,1	-	-0,5	-2,3	-
Marge	-56,8%	-61,8%	-	-12,8%	-18,2%	-	-0,6%	-3,8%	-
Nettoergebnis	-18,5	-19,1	-	-12,4	-12,8	-	-5,5	-7,3	-
Marge	-83,3%	-89,5%	-	-23,7%	-32,7%	-	-6,9%	-12,0%	-
GPA (verw ässert, in €)	-0,68	-0,70	-	-0,43	-0,44	-	-0,19	-0,25	-

Quelle: First Berlin Equity Research

Weiterhin Kaufen bei gesenktem Kursziel Ein aktualisiertes DCF-Modell, das unsere überarbeiteten Schätzungen berücksichtigt, ergibt ein neues Kursziel von €5 (bisher: €6). Wir sehen Enapter im Vergleich zu den Wettbewerbern als relativ gut aufgestellt an und bestätigen unsere Kaufempfehlung.



BEWERTUNGSMODELL

DCF Bewertungsmodell*								
Alle Angaben in Tsd EUR	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
Nettoumsatz	21.300	39.150	61.300	87.659	122.971	168.634	225.621	294.043
NOPLAT	-13.348	-7.239	-2.393	5.127	11.464	17.162	19.693	26.096
+ Abschreibungen	4.601	5.041	5.304	5.320	5.433	5.690	6.086	6.606
= Operativer Cashflow (netto)	-8.747	-2.197	2.911	10.447	16.898	22.853	25.779	32.702
- Gesamte Investitionen (Capex, WC, Sonstiges)	4.005	-4.772	-2.646	-3.336	-13.129	-16.688	-20.510	-24.299
Capex	-4.260	-10.571	-5.517	-5.785	-7.535	-9.535	-11.691	-13.847
Working Capital	6.065	3.298	2.871	2.450	-5.595	-7.152	-8.818	-10.452
Sonstiges	2.200	2.500	0	0	0	0	0	0
= Freier Cashflow (FCF)	-4.742	-6.969	265	7.111	3.768	6.165	5.269	8.404
GW der FCFs	-4.742	-6.205	205	4.797	2.212	3.150	2.343	3.253

in Tsd EUR	
GWs der FCFs explizite Periode (2024E-2038E)	63.316
GWs der FCFs in der Terminalperiode	107.752
Unternehmenswert (EV)	171.068
+ Nettokasse / - Nettverbindlichkeiten	-25.236
+ Investitionen / Anteile Dritter	1
Shareholder Value	145.833
Verwässerte Aktienanzahl	29.073
Fairer Wert	5,02

Terminales Wachstum	4,0%
Terminale EBIT-Marge	14,6%

WACC	14,9%
Eigenkapitalkosten	15,3%
Fremdkapitalkosten (vor Steuern)	10,0%
Normaler Steuersatz	30,0%
Fremdkapitalkosten (nach Steuern)	7,0%
EK- Anteil	95,0%
FK- Anteil	5,0%
Kursziel	5,00

		Umsatzwachstum in der Terminalperiode						
		2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%	5,0%	5,5%
WACC	11,9%	8,32	8,66	9,04	9,46	9,95	10,50	11,14
	12,9%	6,78	7,02	7,29	7,59	7,92	8,30	8,72
	13,9%	5,56	5,74	5,93	6,15	6,38	6,65	6,94
	14,9%	4,59	4,72	4,86	5,02	5,19	5,38	5,58
	15,9%	3,79	3,89	4,00	4,11	4,24	4,38	4,53
	16,9%	3,14	3,21	3,29	3,38	3,48	3,58	3,69
	17,9%	2,59	2,65	2,71	2,78	2,85	2,93	3,01

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



GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd EUR	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
Umsatz	8.442	14.671	31.605	21.300	39.150	61.300
Bestandsveränderungen	540	525	2.078	0	0	0
Andere aktivierte Eigenleistungen	3.330	6.383	4.076	2.130	1.566	1.226
Gesamtleistung	8.982	15.197	33.683	21.300	39.150	61.300
Herstellungskosten	7.874	12.013	12.961	14.271	26.231	41.071
Bruttogewinn (Umsatz ./. Herstkosten)	1.109	3.184	20.722	7.029	12.920	20.229
Personalkosten	7.596	14.300	13.561	13.500	14.207	15.100
Sonstige betriebliche Erträge	1.367	2.799	4.116	4.260	4.698	4.904
Sonstige betriebliche Aufwendungen	5.828	8.648	13.867	8.477	7.047	8.276
EBITDA	-7.619	-10.582	1.485	-8.558	-2.071	2.984
Abschreibungen & Amortisation	1.002	2.276	4.168	4.601	5.041	5.304
EBIT	-8.622	-12.858	-2.683	-13.160	-7.112	-2.321
Nettofinanzergebnis	-88	-97	-3.618	-5.719	-5.567	-4.951
EBT	-8.709	-12.955	-6.301	-18.878	-12.679	-7.271
Steuern	-8	23	864	189	127	73
Minderheitsbeteiligungen	1	1	1	0	0	0
Nettogewinn/ -verlust	-8.701	-12.977	-7.163	-19.067	-12.806	-7.344
EPS (verwässert)	-0,38	-0,51	-0,26	-0,70	-0,44	-0,25
Kennzahlen						
Bruttomarge (auf Gesamtleistung)	12,3%	21,0%	61,5%	33,0%	33,0%	33,0%
EBITDA-Marge (EBITDA / Umsatz)	-90,3%	-72,1%	4,7%	-40,2%	-5,3%	4,9%
EBIT-Marge	-102,1%	-87,6%	-8,5%	-61,8%	-18,2%	-3,8%
Nettomarge	-103,1%	-88,4%	-22,7%	-89,5%	-32,7%	-12,0%
Steuersatz	0,1%	-0,2%	-13,7%	-1,0%	-1,0%	-1,0%
Ausgaben in % vom Umsatz						
Herstellungskosten	93,3%	81,9%	41,0%	67,0%	67,0%	67,0%
Personalkosten	90,0%	97,5%	42,9%	63,4%	36,3%	24,6%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	69,0%	58,9%	43,9%	39,8%	18,0%	13,5%
Jährliches Wachstum						
Gesamtumsatz	307,8%	73,8%	115,4%	-32,6%	83,8%	56,6%
Operatives Ergebnis	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Nettogewinn/ -verlust	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.



BILANZ

Alle Angaben in Tsd EUR	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
Vermögen						
Umlaufvermögen, gesamt	29.920	27.577	54.778	43.842	32.472	34.823
Liquide Mittel	19.604	5.071	14.589	12.125	3.588	7.902
Kurzfristige Investitionen	0	0	0	0	0	0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	2.638	8.014	23.269	17.507	16.089	13.436
Vorräte	3.604	8.421	11.310	8.602	7.186	7.877
Sonstige Forderungen	4.073	6.071	5.609	5.609	5.609	5.609
Anlagevermögen, gesamt	32.221	80.237	86.631	86.491	92.222	92.586
Sachanlagen	23.985	67.900	72.902	71.550	76.518	75.909
Goodwill & Immaterielle Vermögenswerte	7.110	10.272	11.973	13.186	13.948	14.921
Nutzungsrechte	909	1.007	1.007	1.007	1.007	1.007
Sonstige Vermögenswerte	1.156	748	748	748	748	748
Aktiva	62.141	107.814	141.408	130.333	124.694	127.408
Eigenkapital und Verbindlichkeiten						
Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt	10.397	16.070	18.745	16.335	20.801	33.783
Zinstragende Verbindlichkeiten (kurzfristig)	1.186	871	1.004	1.000	5.000	17.075
Leasingverbindlichkeiten	116	135	135	135	135	135
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	6.387	11.191	5.534	3.128	3.593	4.501
Rückstellungen (kurzfristig)	516	1.243	4.438	4.438	4.438	4.438
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	2.309	2.765	7.769	7.769	7.769	7.769
Langfristige Verbindlichkeiten, gesamt	5.224	5.290	42.398	44.800	47.501	44.577
Zinstragende Verbindlichkeiten	2.708	2.371	38.108	38.108	38.108	35.032
Leasingverbindlichkeiten	471	579	781	982	1.133	1.178
Passive Rechnungsabgrenzungsposten	1.844	2.080	2.080	2.080	2.080	2.080
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	605	1.632	3.832	6.332	6.332	6.332
Anteile Dritter	2	1	-1	-1	-1	-1
Eigenkapital	46.518	86.454	80.266	69.199	56.393	49.049
Gezeichnetes Kapital	24.406	27.195	27.195	29.073	29.073	29.073
Kapitalrücklage	37.615	87.586	88.623	94.745	94.745	94.745
Andere Rücklagen	-83	69	9	9	9	9
Eigene Aktien	0	0	0	0	0	0
Gewinnrücklagen	-15.418	-28.396	-35.560	-54.627	-67.433	-74.778
Passiva	62.141	107.814	141.408	130.333	124.694	127.408
Kennzahlen						
Current ratio (x)	2,88	1,72	2,92	2,68	1,56	1,03
Quick ratio (x)	2,53	1,19	2,32	2,16	1,22	0,80
Eigenkapitalquote	74,9%	80,2%	56,8%	53,1%	45,2%	38,5%
Nettverbindlichkeiten	-15.711	-1.830	24.522	26.983	39.519	44.206
Net Gearing	-33,8%	-2,1%	30,6%	39,0%	70,1%	90,1%
Return on Equity (ROE)	-18,7%	-15,0%	-8,9%	-27,6%	-22,7%	-15,0%
Forderungsumschlag in Tagen	114	199	269	300	150	80
Vorratsumschlag in Tagen	167	256	319	220	100	70
Kreditorenlaufzeit in Tagen	296	340	156	80	50	40



CASHFLOWRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd EUR	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
EBIT	-8.622	-12.858	-2.683	-13.160	-7.112	-2.321
Abschreibungen	1.002	2.276	4.168	4.601	5.041	5.304
EBITDA	-7.619	-10.582	1.485	-8.558	-2.071	2.984
Veränderungen Working Capital	-1.136	-6.476	-16.962	6.065	3.298	2.871
Sonstiges (Rückstellungen, Zinsen, etc.)	758	1.594	1.410	-5.908	-5.694	-5.024
Operativer Cashflow	-7.997	-15.464	-14.067	-8.401	-4.466	831
Investitionen in Sachanlagen	-21.570	-44.989	-5.930	-1.491	-7.830	-2.452
Investitionen in immaterielle Vermögenswerte	-3.483	-4.436	-4.496	-2.769	-2.741	-3.065
Freier Cashflow	-33.050	-64.889	-24.493	-12.661	-15.037	-4.686
Akquisitionen und Verkäufe	0	0	0	0	0	0
Andere Investitionen	-11	-65	0	0	0	0
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-25.064	-49.490	-10.426	-4.260	-10.571	-5.517
Cashflow aus FK-Finanzierung, netto	2.463	-653	34.138	-4	4.000	9.000
Cashflow aus EK-Finanzierung, netto	48.304	52.998	0	8.000	0	0
Gezahlte Dividenden	0	0	0	0	0	0
Sonstige Finanzierung	-2.350	-1.924	-127	2.200	2.500	0
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	48.417	50.421	34.011	10.196	6.500	9.000
FOREX & sonstige Effekte	0	0	0	0	0	0
Veränderung der liquiden Mittel	15.356	-14.534	9.519	-2.464	-8.537	4.314
Cash am Anfang der Periode	4.248	19.604	5.071	14.589	12.125	3.588
Cash zum Ende der Periode	19.604	5.071	14.590	12.125	3.588	7.902
EBITDA je Aktie	-0,34	-0,41	0,05	-0,31	-0,07	0,10
Jährliches Wachstum						
Operativer Cashflow	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Freier Cashflow	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Finanzieller Cashflow	449,0%	4,1%	-32,5%	-70,0%	-36,3%	38,5%

Imprint / Disclaimer

First Berlin Equity Research

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

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

Anschrift:

First Berlin Equity Research GmbH

Friedrichstr. 69

10117 Berlin

Germany

Vertreten durch den Geschäftsführer: Martin Bailey

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

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

E-Mail: info@firstberlin.com

Amtsgericht Berlin Charlottenburg HR B 103329 B

UST-Id.: 251601797

Ggf. Inhaltlich Verantwortlicher gem. § 6 MDSStV

First Berlin Equity Research GmbH

Ersteller: Dr. Karsten von Blumenthal, Analyst

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

Für die Erstellung verantwortliches Unternehmen: First Berlin Equity Research GmbH, Friedrichstraße 69, 10117 Berlin

Die Erstellung dieser Empfehlung wurde am 4. März 2025 um 14:22 Uhr abgeschlossen.

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

Copyright© 2025 First Berlin Equity Research GmbH. Kein Teil dieser Finanzanalyse darf ohne vorherige schriftliche Genehmigung durch die First Berlin Equity Research GmbH kopiert, fotokopiert, vervielfältigt oder weiterverbreitet werden, gleich in welcher Form und durch welches Medium. Bei Zitaten ist die First Berlin Equity Research GmbH als Quelle anzugeben. Weitere Informationen sind auf Anfrage erhältlich.

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

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

INTERESSENKONFLIKTE

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

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

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

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

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

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

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

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

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

STICHTAGE VON KURSEN

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

ABSTIMMUNG MIT DEM ANALYSIERTEN UNTERNEHMEN UND EINFLUSSNAHME

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

ANLAGEBEWERTUNGSSYSTEM

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

ANLAGEEMPFEHLUNG

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

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

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

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

RISIKOBEWERTUNG

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

ANLAGEEMPFEHLUNG- & KURSZIELHISTORIE

Bericht Nr.:	Tag der Veröffentlichung	Schlusskurs Vortag	Anlageempfehlung	Kursziel/Bewertung
Initial Report	21. September 2020	€ 6,50	Buy	€ 8,90
2...16	↓	↓	↓	↓
17	31. Januar 2024	€ 8,10	Buy	€ 13,00
18	14. Februar 2024	€ 8,64	Buy	€ 13,00
19	1. März 2024	€ 7,28	Buy	€ 13,00
20	29. Mai 2024	€ 4,51	Buy	€ 11,00
21	21. Juni 2024	€ 4,28	Buy	€ 11,00
22	10. September 2024	€ 4,16	Buy	€ 11,00
23	16. Oktober 2024	€ 3,97	Buy	€ 11,00
24	29. November 2024	€ 3,84	Buy	€ 6,00
25	Heute	€ 3,30	Buy	€ 5,00

ANLAGEHORIZONT

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

AKTUALISIERUNG

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

ÄNDERUNGSVORBEHALT

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

Die gesetzlich erforderlichen Angaben über

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

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

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

HAFTUNGSAUSSCHLUSS (DISCLAIMER)

ZUVERLÄSSIGKEIT VON INFORMATIONEN UND INFORMATIONQUELLEN

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

ZUVERLÄSSIGKEIT VON SCHÄTZUNGEN UND PROGNOSEN

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

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

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

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

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

Die Finanzanalyse stellt keine Empfehlung oder Aufforderung und kein Angebot zum Kauf des in dieser Finanzanalyse genannten Wertpapiers dar. Weder der Ersteller, noch First Berlin, noch die für die Weitergabe oder die Verbreitung der Finanzanalyse verantwortliche Person, übernehmen demzufolge eine Haftung für Verluste, die sich direkt oder indirekt, unmittelbar oder mittelbar aus der wie auch immer gearteten Nutzung oder dem wie auch immer gearteten Gebrauch von Informationen oder Aussagen aus dieser Finanzanalyse ergeben.

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

KEIN ZUSTANDEKOMMEN VERTRAGLICHER SCHULDVERHÄLTNISSE

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

KEINE PFLICHT ZUR AKTUALISIERUNG

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

VERVIELFÄLTIGUNG

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

SALVATORISCHE KLAUSEL

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

ANWENDBARES RECHT, GERICHTSSTAND

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

KENNTNISNAHME VOM HAFTUNGSAUSSCHLUSS

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

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

QUALIFIZIERTE INSTITUTIONELLE INVESTOREN

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

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