

Enapter AG

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

Informationstag
 in Pisa

BEWERTUNG

KURSZIEL

Aufwärtspotenzial
 Risikobewertung

BUY

€ 5,00

97,6%

High

ENAPTER BAUT TECHNOLOGIEFÜHRERSCHAFT AUS

Auf dem Informationstag in Pisa hat Enapter zwei wichtige neue Produkte vorgestellt, den Stack T und den Nexus 2500 Elektrolyseur. Mit diesen beiden Produkten baut Enapter ihre Technologieführerschaft in der Anionen Exchange Membrane (AEM) -Technologie deutlich aus. Kostenseitig ist der Nexus 2500 nach unserer Einschätzung absolut konkurrenzfähig mit alkalischen Elektrolyseuren europäischer Hersteller. Die alkalische Elektrolyseurtechnologie (A-EL) ist bekanntlich günstiger (CapEx) als die PEM-Technologie, braucht allerdings viel Raum und ist im Betrieb relativ unflexibel. Enapters AEM-Technologie braucht dagegen deutlich weniger Raum als die A-EL und ist durch ihre modulare Bauweise (der Nexus 2500 hat gut 100 Stacks) sehr flexibel betreibbar. Sie kann sich dadurch sehr gut an fluktuierende Stromspeisung aus Wind- und Solarkraftwerken anpassen. Wir sehen Enapter mit den vorgestellten Produktneuheiten im internationalen Wettbewerb als sehr gut aufgestellt an, um weiter kräftig zu wachsen. Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt weiterhin ein Kursziel von €5. Wir bekräftigen unsere Kaufempfehlung. Aufwärtspotenzial: 98%.

Sehr gut besuchter Informationstag in Pisa Mehr als 120 Geschäftspartner und institutionelle Investoren nutzten den Tag, um sich vor Ort über die neuesten technologischen und Marktentwicklungen zu informieren. Der Joint-Venture-Partner Wolong aus China war ebenso vertreten wie der Core-Partner Adensys aus den Niederlanden. Ein sehr gut organisiertes straffes Programm aus Präsentationen und Führungen gab Einblick in die Produktion, die F&E-Abteilung und den Vertrieb.

Der neue Stack T ist ein technologischer Quantensprung Der neue Stack T produziert 10,4 kg Wasserstoff pro Tag. Das ist die zehnfache Menge dessen, was der bisherige Stack 4 produziert. Für die Produktion derselben Wasserstoffmenge benötigt der Stack T aber nur 60% des kombinierten Volumens von zehn Stacks 4 (vgl. Abbildung 1 auf der nächsten Seite).

FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Umsatz (€ Mio.)	14,7	31,6	21,4	39,2	61,3	87,7
Jährliches Wachstum	73,8%	115,4%	-32,2%	82,6%	56,6%	43,0%
EBIT (€ Mio.)	-12,9	-2,7	-12,9	-8,0	-2,3	5,9
EBIT-Marge	-87,6%	-8,5%	-60,4%	-20,5%	-3,8%	6,7%
Jahresübers. (€ Mio.)	-13,0	-7,2	-20,7	-13,3	-6,6	3,3
EPS (verwässert) (€)	-0,51	-0,26	-0,76	-0,44	-0,22	0,11
DPS (€)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF (€ Mio.)	-64,9	-24,5	-14,7	-5,4	-3,3	4,6
Nettoverschuldungsgrad	-2,1%	30,6%	49,0%	58,6%	72,7%	59,7%
Liquide Mittel (€ Mio.)	5,1	14,6	4,6	3,8	4,5	7,0

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: 8. Jul 2025

Schlusskurs	€ 2,53
Aktien im Umlauf	30,55 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 77,30 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 2,50 / 4,40
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	19.558

Multiples	2024	2025E	2026E
KGV	n.a.	n.a.	n.a.
EV/Sales	5,0	2,7	1,7
EV/EBIT	n.a.	n.a.	n.a.
Div.-Rendite	0,0%	0,0%	0,0%

KURSÜBERSICHT



UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 31. Dez 2024

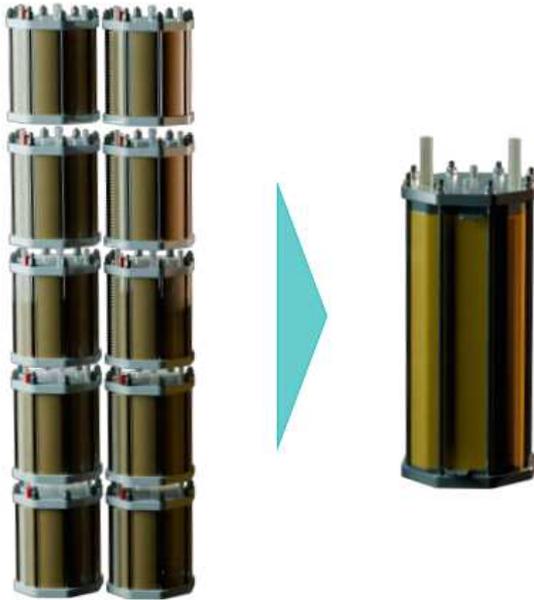
Liquide Mittel	€ 4,57 Mio.
Kurzfristige Vermögenswerte	€ 56,29 Mio.
Immaterielle Vermögenswerte	€ 14,38 Mio.
Bilanzsumme	€ 143,24 Mio.
Kurzfristige Verbindlichkeiten	€ 39,94 Mio.
Eigenkapital	€ 66,43 Mio.

AKTIONÄRSSTRUKTUR

BluGreen	40,3%
Svelland Global Trading Master	20,1%
CVI Investments	7,0%
Other Investors	16,2%
Free Float	16,3%

Wesentlicher Grund dafür ist die gegenüber dem Stack 4 deutlich erhöhte Leistungsdichte des neuen Stacks (+64%). Core-Partner von Enapter können den Stack T ab Q1/26 beziehen und in ihre Elektrolyseure einbauen.

Abbildung 1: Vergleich: 10 Stacks 4 und der neue Stack T



Quelle: First Berlin Equity Research, Enapter AG

Auch beim Stromverbrauch setzt der Stack T Maßstäbe. Enapter gibt den Stromverbrauch auf Stackebene mit 48 kWh pro kg Wasserstoff an. Wir haben anhand von Produkt-Datenblättern von Wettbewerbern den Stromverbrauch der Elektrolyseure auf Stackebene ermittelt oder errechnet (vgl. Abbildung 2). Der Vergleich zeigt, dass Enapters Stack T den geringsten spezifischen Stromverbrauch aufweist. Da die Stromkosten die mit Abstand wichtigste Kostenkomponente bei der Produktion von grünem Wasserstoff sind (ca. 80% der Gesamtkosten), ist ein geringerer spezifischer Verbrauch ein wichtiger Wettbewerbsvorteil.

Abbildung 2: Stromverbrauch auf Stack-Ebene

Stromverbrauch Stack	Technologie	(kWh / kg H2)
Enapter Stack T	AEM	48
NEL ASA A485 Serie	alkalisch	50
thyssen-krupp nucera scalum	alkalisch	50
Sunfire	alkalisch	50
HydrogenPro ASA	alkalisch	51
Siemens Silyzer 300	PEM	50 ¹⁾
Plug Power EX-4250D	PEM	50
Quest One MHP	PEM	51
ITM Power Neptune V	PEM	53 ²⁾
NEL ASA PEM Serie	PEM	53

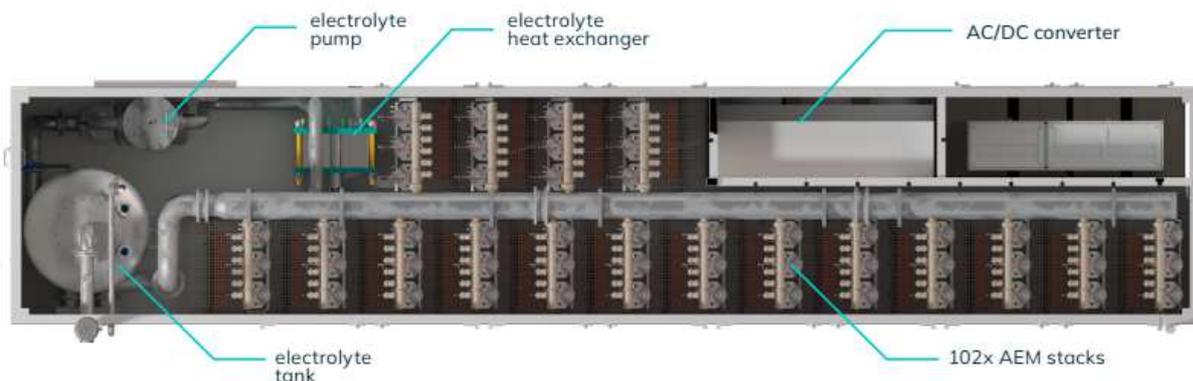
1) Siemens Energy gibt nur den Systemstromverbrauch an (52 kWh / kg H2). Wir schätzen, dass der Stromverbrauch auf der Stack-Ebene bei 50 kWh / kg H2 liegt.

2) ITM Power gibt nur den Systemstromverbrauch an (56 kWh / kg H2). Wir schätzen, dass der Stromverbrauch auf der Stack-Ebene bei 53 kWh / kg H2 liegt.

Quelle: First Berlin Equity Research, Enapter AG, eigene Berechnungen aus Unternehmens-Datenblättern.

Das neue Flaggschiffprodukt: Der Multicore AEM Nexus 2500 Mit dem AEM Nexus 2500 sehen wir gute Chancen, dass Enapter ab 2027 in den Markt für Elektrolyseanlagen um 100 MW vorstößt und neue Kundengruppen für wasserstoffproduzierende Großanlagen im industriellen Maßstab gewinnen wird. Für eine 100 MW-Elektrolyseanlage müssten 43 AEM Nexus 2500 nebeneinander aufgestellt werden, die gut in eine entsprechende Fabrikhalle passen würden. Mögliche Einsatzbereiche sind die Stahl- und Ammoniakproduktion, Betankungsanlagen für den Schwerlastverkehr und die Speicherung von Überschussenergie von Solar- und Windparks im Multimegawattbereich.

Abbildung 3: Der AEM Nexus 2500



Quelle: First Berlin Equity Research, Enapter AG

Der AEM Nexus 2500 hat eine Inputleistung von 2,3 MW und produziert 1.078 kg Wasserstoff pro Tag (vgl. Abbildung 4). Unterstellt man eine Betriebsdauer von 4.000 Volllaststunden pro Jahr, ließen sich 180 t Wasserstoff p.a. produzieren. Im Vergleich zum AEM Nexus 1000, der pro Tag ca. 450 kg produziert, kommt der AEM Nexus 2500 damit auf die 2,4-fache Produktionsmenge – und das bei gleicher Baugröße (40 Fuß-Container). Da Räumlichkeiten zur Elektrolyse oft knapp sind und Geld kosten, kann Enapter mit der stark verbesserten räumlichen Effizienz (Wasserstoff-Output pro Kubikmeter) klar punkten. Neben der bewährten Container-Form ist der Nexus 2500 zusätzlich auch als „Skid Mounted“-Version für den Halleneinbau erhältlich. Insbesondere bei Multi-MW-Projekten sind Halleneinbauten effizienter als einzelne Container. Erste Auslieferungen des neuesten Produkts aus der Nexus-Familie sind für Ende 2026 geplant. Enapter gibt den Listenpreis für den Nexus 2500 mit knapp €3 Mio. an. Wir sehen Enapter preislich damit auf Augenhöhe mit den alkalischen Elektrolyseur-Herstellern in Europa. Üblicherweise sind die spezifischen Investitionskosten für alkalische Elektrolyseure niedriger als für PEM-Elektrolyseure.

Abbildung 4: Technische Daten AEM Nexus 2500

AEM Nexus 2500	
Stacks T (#)	102
Stromverbrauch (kW)	2.305
Spezifischer Stromverbrauch (kWh/kgH ₂)	51,3
H ₂ Produktion (kgH ₂ /Tag)	1.078
Wasserverbrauch (l/h)	410
H ₂ Auslass-Druck (barg)	bis 35
Betriebliche Flexibilität	<1% - 100%
Warmstartzeit (0-100% in sec)	135
Dimensionen (m, vorläufig)	12 x 2,4 x 2,9
Systemeffizienz	65%

Quelle: First Berlin Equity Research, Enapter AG

Jeder der im Nexus 2500 verbauten 102 Stacks kann eigenständig hoch- oder heruntergefahren werden. Damit kann der Elektrolyseur sehr flexibel betrieben werden und erlaubt eine optimale Anpassung der Leistung an fluktuierende Energiequellen wie Solar- und Windstrom.

Neueste KI-Software bringt deutliche Effizienzsteigerung Die selbst entwickelte Künstliche Intelligenz analysiert die Daten der im Multicore-Elektrolyseur verbauten Messsensoren, die an unterschiedlichen Stellen unter anderem Temperatur, Druck und Stromverbrauch erfassen. Dabei steuert die Künstliche Intelligenz das Gerät in Echtzeit und kann, wo notwendig, eingreifen, wodurch ein verbesserter Energiefluss ermöglicht und die Effizienz des Gerätes zusätzlich gesteigert wird.

Die AEM Multicore-Systeme benötigen nun lediglich 51,3 kWh, um 1 kg Wasserstoff zu produzieren und zählen damit zu den effizientesten Systemen im Markt (vgl. dazu unseren Vergleich des Stromverbrauchs auf Stackebene auf Seite 3). Gegenüber den bisherigen 53,3 kWh/kg ist dies eine Effizienzsteigerung von rund 4%. Sie resultiert aus

- (1) durch Künstliche Intelligenz (KI)-gesteuerte Betriebsoptimierung,
- (2) Fortschritten im Design der Balance of Plant und
- (3) der kontinuierlichen Verbesserung der Technologie.

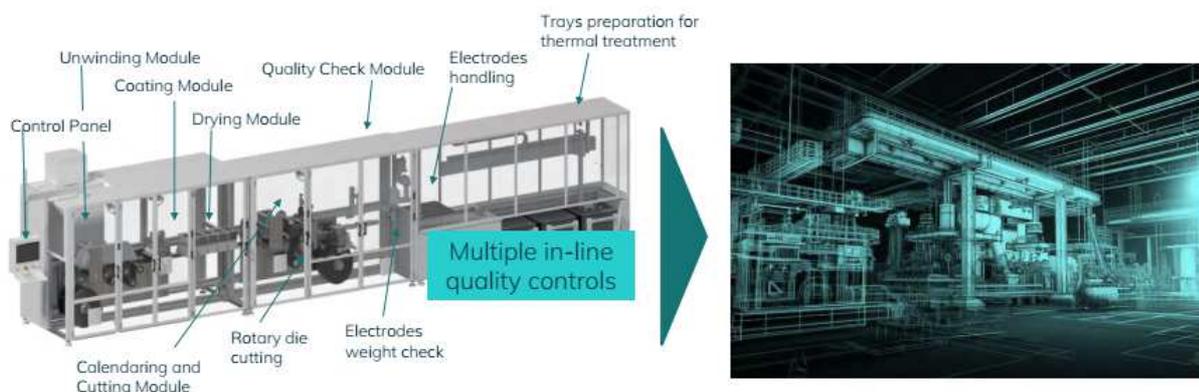
Der niedrigere Energieverbrauch senkt die Betriebskosten (OPEX). Wie bereits erwähnt, sind die Stromkosten der mit Abstand wichtigste Kostenfaktor, auch in der Total Cost of Ownership (TCO) -Betrachtung.

Verbesserte Software Die haus eigene Software zur Steuerung der Elektrolyseure, die bereits in der Vergangenheit durch Gateway, Enapter Cloud und mobile Anwendung überzeugt hat, ist in drei Bereichen entscheidend verbessert worden:

- (1) Erfüllung von Industrie-Standards,
- (2) Cybersecurity Compliance,
- (3) Local-first Architektur (open-source).

Automatisierung der Stackproduktion und Lead Factory-Konzept Mit der Automatisierung der Anoden-Beschichtung, die bisher ein potenzieller Flaschenhals bei der Skalierung der Produktion war, erhöht Enapter ihre Stackproduktionskapazität massiv. Statt bisher 4 Stacks pro Tag sollen künftig täglich 300 produziert werden (vgl. Abbildung 5).

Abbildung 5: Automatisierung der Stackproduktion und Lead Factory-Konzept



Automated anode coating
Capacity: 300 stacks v4.1 per day

150MW Lead Factory concept
Replicable globally

Quelle: First Berlin Equity Research, Enapter AG



Die Umstellung auf eine automatisierte Stackproduktion soll in Q1/26 abgeschlossen sein. Das für die automatisierte Stackproduktion entwickelte Lead-Factory-Konzept sieht eine optimale Fabrikgröße von 150 MW vor, die überall auf der Welt replizierbar ist. Der erste Rollout ist im Joint Venture mit Wolong in Shaoxing in China geplant.

Jüngste Marktentwicklungen steigern Attraktivität des Nexus 2500 Der AEM Nexus 2500 trifft den zukünftigen Sweet Spot des Elektrolyseurmarktes. Nachdem für Elektrolyseprojekte lange Zeit das Motto „Je größer desto besser“ zu gelten schien, und Projekte im Gigawattbereich angekündigt wurden, waren in Europa und den USA zuletzt eher Projekte im hohen zweistelligen oder niedrig dreistelligen MW-Bereich diejenigen, die eine finale Investitionsentscheidung erreicht haben. Das passt gut zum nach der Anfangseuphorie zuletzt eher gedämpften Sentiment in der Branche. Der geringere Kapitalbedarf und das verminderte Klumpenrisiko sprechen eher für Projekte in dieser Größenordnung. Mit dem AEM Nexus 2500 hat Enapter genau das richtige Produkt für solche Projekte.

Enapter hat jüngst €4,3 Mio. durch eine Kapitalerhöhung eingesammelt Bei der im Juni abgeschlossenen Kapitalerhöhung hat Enapter statt der geplanten €6,0 Mio. nur €4,3 Mio. an frischen Mitteln akquiriert. Die neuen Aktien wurden zu je €2,90 platziert. Mit der Ausgabe von 1,48 Mio. neuen Aktien erhöht sich das Grundkapital auf €30.552.934. Der Nettoerlös aus der Kapitalmaßnahme dient der allgemeinen Finanzierung der laufenden Geschäftstätigkeit, die damit nach aktueller Planung der Gesellschaft bis Ende 2025 sichergestellt ist.

Kaufempfehlung bestätigt bei unverändertem Kursziel Mit dem neuen Stack T, dem Nexus 2500 Elektrolyseur und der neuen KI-Software ist Enapter ein wichtiger technologischer Entwicklungsschritt gelungen, der die Wettbewerbsposition des Unternehmens klar stärkt. Wir haben die Kapitalerhöhung in unser Modell integriert und lassen unsere Schätzungen unverändert. Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt weiterhin ein Kursziel von €5. Wir bekräftigen unsere Kaufempfehlung. Aufwärtspotenzial: 98%.



BEWERTUNGSMODELL

DCF Bewertungsmodell*								
Alle Angaben in Tsd EUR	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
Nettoumsatz	39.150	61.300	87.659	122.986	169.439	228.470	300.966	386.751
NOPLAT	-8.142	-2.369	5.741	12.683	20.382	22.976	30.595	39.797
+ Abschreibungen	5.982	5.980	5.919	5.787	5.743	5.946	6.356	6.936
= Operativer Cashflow (netto)	-2.160	3.611	11.660	18.470	26.124	28.922	36.951	46.733
- Gesamte Investitionen (Capex, WC, Sonstiges)	1.925	-2.610	-4.578	-10.754	-19.986	-25.221	-30.842	-36.450
Capex	-6.264	-6.130	-5.961	-7.133	-9.242	-11.673	-14.337	-17.087
Working Capital	8.189	3.520	1.383	-3.621	-10.744	-13.549	-16.505	-19.362
Sonstiges	0	0	0	0	0	0	0	0
= Freier Cashflow (FCF)	-235	1.001	7.082	7.716	6.139	3.700	6.110	10.283
GW der FCFs	-220	812	4.983	4.709	3.251	1.701	2.437	3.557

in Tsd EUR	
GWs der FCFs explizite Periode (2025E-2039E)	81.420
GWs der FCFs in der Terminalperiode	104.280
Unternehmenswert (EV)	185.700
+ Nettokasse / - Nettverbindlichkeiten	-28.867
+ Investitionen / Anteile Dritter	-2
Shareholder Value	156.830
Verwässerte Aktienanzahl	30.553
Fairer Wert in €	5,13

Terminales Wachstum	4,0%
Terminale EBIT-Marge	14,9%

WACC		Umsatzwachstum in der Terminalperiode						
		2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%	5,0%	5,5%
12,2%	8,61	8,83	9,08	9,36	9,68	10,04	10,45	
13,2%	7,08	7,23	7,40	7,59	7,80	8,03	8,29	
14,2%	5,86	5,97	6,09	6,21	6,36	6,51	6,69	
15,2%	4,89	4,96	5,04	5,13	5,23	5,34	5,46	
16,2%	4,09	4,15	4,20	4,27	4,33	4,41	4,49	
17,2%	3,44	3,48	3,52	3,56	3,61	3,66	3,72	
18,2%	2,89	2,92	2,95	2,98	3,02	3,05	3,09	

* aus Layoutgründen werden nur die Jahre bis 2032 gezeigt, das Modell reicht aber bis 2039



GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd EUR	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
Umsatz	14.671	31.605	21.438	39.150	61.300	87.659
Bestandsveränderungen	525	2.078	-2.106	0	0	0
Andere aktivierte Eigenleistungen	6.383	4.076	3.380	2.349	2.452	2.630
Gesamtleistung	15.197	33.683	19.332	39.150	61.300	87.659
Herstellungskosten	12.013	12.961	12.700	26.231	41.071	57.417
Bruttogewinn (Umsatz ./. Herstellkosten)	3.184	20.722	6.632	12.920	20.229	30.242
Personalkosten	14.300	13.561	11.730	12.207	14.100	16.217
Sonstige betriebliche Erträge	2.799	4.116	4.522	4.698	4.904	5.260
Sonstige betriebliche Aufwendungen	8.648	13.867	9.737	9.788	9.808	10.081
EBITDA	-10.582	1.485	-6.933	-2.028	3.677	11.834
Abschreibungen & Amortisation	2.276	4.168	6.014	5.982	5.980	5.919
EBIT	-12.858	-2.683	-12.947	-8.010	-2.303	5.915
Nettofinanzergebnis	-97	-3.618	-7.942	-5.166	-4.280	-2.440
EBT	-12.955	-6.301	-20.889	-13.177	-6.583	3.474
Steuern	23	864	-155	132	66	174
Minderheitsbeteiligungen	1	1	0	0	0	0
Nettogewinn/ -verlust	-12.977	-7.163	-20.734	-13.308	-6.649	3.301
EPS (verwässert)	-0,51	-0,26	-0,76	-0,44	-0,22	0,11
Kennzahlen						
Bruttomarge (auf Gesamtleistung)	21,0%	61,5%	34,3%	33,0%	33,0%	34,5%
EBITDA-Marge (EBITDA / Umsatz)	-72,1%	4,7%	-32,3%	-5,2%	6,0%	13,5%
EBIT-Marge	-87,6%	-8,5%	-60,4%	-20,5%	-3,8%	6,7%
Nettomarge	-88,4%	-22,7%	-96,7%	-34,0%	-10,8%	3,8%
Steuersatz	-0,2%	-13,7%	0,7%	-1,0%	-1,0%	5,0%
Ausgaben in % vom Umsatz						
Herstellungskosten	81,9%	41,0%	59,2%	67,0%	67,0%	65,5%
Personalkosten	97,5%	42,9%	54,7%	31,2%	23,0%	18,5%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	58,9%	43,9%	45,4%	25,0%	16,0%	11,5%
Jährliches Wachstum						
Gesamtumsatz	74%	115%	-32%	83%	57%	43%
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	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
Vermögen						
Umlaufvermögen, gesamt	27.577	54.778	56.285	46.930	44.821	45.994
Liquide Mittel	5.071	14.589	4.568	3.761	4.482	7.049
Kurzfristige Investitionen	0	0	0	0	0	0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	8.014	23.269	37.298	26.815	23.512	19.213
Vorräte	8.421	11.310	8.845	10.780	11.252	14.158
Sonstige Forderungen	6.071	5.609	5.574	5.574	5.574	5.574
Anlagevermögen, gesamt	80.237	86.631	86.952	87.427	87.784	88.042
Sachanlagen	67.900	72.902	70.878	70.746	70.722	70.701
Goodwill & Immaterielle Vermögenswerte	10.272	11.973	14.382	14.989	15.369	15.648
Nutzungsrechte	1.007	881	881	881	881	881
Sonstige Vermögenswerte	748	812	812	812	812	812
Aktiva	107.814	141.408	143.237	134.357	132.605	134.036
Eigenkapital und Verbindlichkeiten						
Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt	16.070	18.745	39.935	39.878	47.643	80.152
Zinstragende Verbindlichkeiten (kurzfristig)	871	1.004	4.698	5.000	12.075	44.595
Leasingverbindlichkeiten	135	167	167	167	167	167
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	11.191	5.534	7.546	7.186	7.877	7.865
Rückstellungen (kurzfristig)	1.243	4.438	3.900	3.900	3.900	3.900
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	2.765	7.769	23.791	23.791	23.791	23.791
Langfristige Verbindlichkeiten, gesamt	5.290	42.398	36.873	37.066	34.197	-182
Zinstragende Verbindlichkeiten	2.371	38.108	32.405	32.405	29.330	-5.266
Leasingverbindlichkeiten	579	458	652	858	1.074	1.101
Passive Rechnungsabgrenzungsposten	2.080	2.423	2.423	2.423	2.423	2.423
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	1.632	1.587	1.587	1.587	1.587	1.587
Anteile Dritter	1	-1	-2	-2	-2	-2
Eigenkapital	86.454	80.266	66.432	57.415	50.767	54.067
Gezeichnetes Kapital	27.195	27.195	29.073	30.553	30.553	30.553
Kapitalrücklage	87.586	88.623	93.723	96.535	96.535	96.535
Andere Rücklagen	69	9	-71	-71	-71	-71
Eigene Aktien	0	0	0	0	0	0
Gewinnrücklagen	-28.396	-35.560	-56.296	-69.604	-76.253	-72.952
Passiva	107.814	141.408	143.237	134.357	132.605	134.036
Kennzahlen						
Current ratio (x)	1,72	2,92	1,41	1,18	0,94	0,57
Quick ratio (x)	1,19	2,32	1,19	0,91	0,70	0,40
Eigenkapitalquote	80,2%	56,8%	46,4%	42,7%	38,3%	40,3%
Nettoverbindlichkeiten	-1.830	24.522	32.534	33.644	36.923	32.281
Net Gearing	-2,1%	30,6%	49,0%	58,6%	72,7%	59,7%
Return on Equity (ROE)	-15,0%	-8,9%	-31,2%	-23,2%	-13,1%	6,1%
Forderungsumschlag in Tagen	199	269	635	250	140	80
Vorratsumschlag in Tagen	256	319	254	150	100	90
Kreditorenlaufzeit in Tagen	340	156	217	100	70	50



CASHFLOWRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd EUR	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
EBIT	-12.858	-2.683	-12.947	-8.010	-2.303	5.915
Abschreibungen	2.276	4.168	6.014	5.982	5.980	5.919
EBITDA	-10.582	1.485	-6.933	-2.028	3.677	11.834
Veränderungen Working Capital	-6.476	-16.962	6.817	8.189	3.520	1.383
Sonstiges (Rückstellungen, Zinsen, etc.)	1.594	1.410	-8.373	-5.298	-4.346	-2.614
Operativer Cashflow	-15.464	-14.067	-8.489	862	2.851	10.603
Investitionen in Sachanlagen	-44.989	-5.930	-1.348	-2.349	-2.452	-2.454
Investitionen in immaterielle Vermögenswerte	-4.436	-4.496	-4.869	-3.915	-3.678	-3.506
Freier Cashflow	-64.889	-24.493	-14.706	-5.402	-3.279	4.642
Akquisitionen und Verkäufe	0	0	0	0	0	0
Andere Investitionen	-65	0	0	0	0	0
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-49.490	-10.426	-6.217	-6.264	-6.130	-5.961
Cashflow aus FK-Finanzierung, netto	-653	34.138	-1.905	303	4.000	-2.075
Cashflow aus EK-Finanzierung, netto	52.998	0	8.000	4.292	0	0
Gezahlte Dividenden	0	0	0	0	0	0
Sonstige Finanzierung	-1.924	-127	-1.410	0	0	0
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	50.421	34.011	4.685	4.595	4.000	-2.075
FOREX & sonstige Effekte	0	0	0	0	0	0
Veränderung der liquiden Mittel	-14.534	9.519	-10.021	-807	721	2.567
Cash am Anfang der Periode	19.604	5.071	14.589	4.568	3.761	4.482
Cash zum Ende der Periode	5.071	14.590	4.568	3.761	4.482	7.049
EBITDA je Aktie	-0,41	0,05	-0,25	-0,07	0,12	0,39
Jährliches Wachstum						
Operativer Cashflow	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	231%	272%
Freier Cashflow	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Finanzieller Cashflow	4%	-33%	-86%	-2%	-13%	n.a.

Imprint / Disclaimer

First Berlin Equity Research

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

First Berlin Equity Research GmbH is one of the companies monitored by BaFin with regard to its compliance with the requirements of Section 85 (1) sentence 1 of the German Securities Trading Act [WpHG], art. 20 (1) Market Abuse Regulation (MAR) and Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) II, Markets in Financial Instruments Directive (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 9. Juli 2025 um 09:36 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;

First Berlin F.S.B. Investment-Beratungsgesellschaft mbH (im Folgenden FBIB), ein Unternehmen der First Berlin Gruppe, hält einen Anteil von unter 0,5% der Aktien des Unternehmens, das in dieser Analyse gecovert wird. Der Analyst unterliegt bezüglich seiner Empfehlung keinerlei Restriktionen und ist daher unabhängig. Damit ergibt sich unserer Meinung nach kein Interessenkonflikt.

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; VERORDNUNGSMÄCHTIGUNG, 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...18	↓	↓	↓	↓
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	4. März 2025	€ 3,30	Buy	€ 5,00
26	20. Mai 2025	€ 2,59	Buy	€ 5,00
27	Heute	€ 2,53	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.