

Enapter AG

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

Gewinnwarnung
 & H1-Bericht

BEWERTUNG

KURSZIEL

Aufwärtspotenzial
 Risikobewertung

ADD

€ 2,10

16,0%

High

ENAPTER SENKT GUIDANCE FÜR 2025 DEUTLICH

Enapter hat ihre Guidance für das laufende Jahr deutlich gesenkt. Das Unternehmen erwartet nunmehr einen Umsatz zwischen €20 Mio. - €22 Mio. (bisher: €39 Mio. bis €42 Mio.) und ein EBITDA zwischen €-9 Mio. bis €10 Mio. (bisher: €-2 Mio. bis €0 Mio.). Als Grund nennt Enapter längere Produktions- und Abnahmeprozesse beim Joint Venture in China, die zu einer Verschiebung von Umsätzen ins nächste Jahr führen. Der H1-Umsatz fiel um 32% J/J auf €5,6 Mio. und das EBITDA betrug €-8,1 Mio. nach €3,0 Mio. im Vorjahr. Beide Werte lagen deutlich unter unseren Schätzungen. Nach der Guidancesenkung, den schwachen Halbjahresergebnissen und dem niedrigen Auftragsingang senken wir unsere Prognosen für 2025E und die Folgejahre. Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt neues Kursziel von €2,10 (bisher: €5,00). Wir stufen unser Rating von Kaufen auf Hinzufügen herab (Kurspotenzial: 16%).

Hochfahren der Produktion im chinesischen JV dauert länger Die Produktions- und Abnahmeprozesse im chinesischen Joint Venture dauern länger als ursprünglich erwartet, da unterschiedliche Zertifizierungsvorgaben sowie kundenspezifische Ausführungen der Multicores zu einer höheren Komplexität des Produktionsaufbaus geführt haben.

Auftragsbestand bei €45 Mio. Enapters Auftragsbestand lag Mitte September bei ca. €45 Mio., davon €37 Mio. Mehrkern- / MW-Systeme. Damit befindet er sich auf dem gleichen Niveau wie Ende 2024. Zum Ende des ersten Halbjahrs lag der Auftragsbestand bei ca. €42 Mio. (Vj.: €40,8 Mio.). Der Auftragsingang betrug in H1 €6,4 Mio. und lag damit weit unter dem Wert der Vorjahresperiode in Höhe von €23,4 Mio. Aktuell beträgt er €8,3 Mio. Die Gründe für den starken Rückgang sehen wir im bisher eher schwachen Hochlauf der Produktion grünen Wasserstoffs in Europa und in Unsicherheiten durch die US-Zoll- und -Wasserstoffförderpolitik.

(b.w.)

FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Umsatz (€ Mio.)	14,7	31,6	21,4	20,1	45,3	63,4
Jährliches Wachstum	73,8%	115,4%	-32,2%	-6,0%	124,8%	40,0%
EBIT (€ Mio.)	-12,9	-2,7	-12,9	-16,0	-6,6	0,1
EBIT-Marge	-87,6%	-8,5%	-60,4%	-79,3%	-14,7%	0,2%
Jahresübers. (€ Mio.)	-13,0	-7,2	-20,7	-21,9	-11,6	-2,7
EPS (verwässert) (€)	-0,51	-0,26	-0,76	-0,73	-0,38	-0,09
DPS (€)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF (€ Mio.)	-64,9	-24,5	-14,7	-11,3	-3,8	2,6
Nettoverschuldungsgrad	-2,1%	30,6%	49,0%	81,0%	116,6%	118,2%
Liquide Mittel (€ Mio.)	5,1	14,6	4,6	2,9	2,0	1,6

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, & über ein JV in China, und ca. 200 Mitarbeiter*innen.

HANDELSDATEN

Stand: 23. Sep 2025

Schlusskurs	€ 1,81
Aktien im Umlauf	30,55 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 55,30 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 1,77 / 4,26
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	22.920

Multiples	2024	2025E	2026E
KGV	n.a.	n.a.	n.a.
EV/Sales	4,0	4,3	1,9
EV/EBIT	n.a.	n.a.	n.a.
Div.-Rendite	0,0%	0,0%	0,0%

KURSÜBERSICHT



UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 30. Jun 2025

Liquide Mittel	€ 6,47 Mio.
Kurzfristige Vermögenswerte	€ 40,47 Mio.
Immaterielle Vermögenswerte	€ 15,66 Mio.
Bilanzsumme	€ 145,56 Mio.
Kurzfristige Verbindlichkeiten	€ 50,42 Mio.
Eigenkapital	€ 56,24 Mio.

AKTIONÄRSSTRUKTUR

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



H1: Rückläufiger Umsatz und höhere Verluste Der Umsatz ging um 32% J/J auf €5,6 Mio. zurück. Die wesentlichen Ursachen dafür waren die Verschiebung der Auslieferung von zwei Nexus-Elektrolyseuren ins zweite Halbjahr und geringere Verkäufe von Einzelkernelektrolyseuren. Der geringere Umsatz und deutlich höhere sonstige betriebliche Aufwendungen (€-6,3 Mio. versus €-3,9 Mio.) waren die wesentlichen Gründe dafür, dass das EBITDA von €-3,3 Mio. auf €-8,1 Mio. sank. Höhere Abschreibungen (€3,0 Mio. versus €2,3 Mio. in H1/24) ergaben ein EBIT von €-11,1 Mio. Ein negatives Finanzergebnis von €-2,5 Mio. führte zu einem Nettoverlust von €-13,7 Mio. (vgl. Abbildung 1).

Abbildung 1: Berichtete Zahlen versus Schätzungen

Alle Zahlen in € Mio.	H1-25A	H1-25E	Delta	H1-24A	Delta
Umsatz	5,6	10,5	-46%	8,3	-32%
EBITDA	-8,1	-3,3	-	-3,0	-
Marge	-143,7%	-31,4%	-	-36,0%	-
Nettoergebnis	-13,7	-8,4	-	-7,9	-
Marge	-242,0%	-79,5%	-	-95,9%	-
GPA (verw ässert, in €)	-0,47	-0,29	-	-0,29	-

Quelle: First Berlin Equity Research, Enapter AG

Bilanz: niedrigere Eigenkapitalquote und leicht erhöhte Nettoverschuldung Das Eigenkapital sank hauptsächlich aufgrund des Nettoverlustes um 15% auf €56 Mio. Bei annähernd gleicher Bilanzsumme führte dies zu einer um 7 PP niedrigeren Eigenkapitalquote von 39% (vgl. Abbildung 2). Die Nettoverschuldung stieg um 3% auf €34 Mio. Nach einer Vereinbarung über einen neuen Zahlungsplan mit dem US-Distributor Clean H2 Inc. wurde die Forderung gegen Clean H2 (€16,1 Mio.) in den langfristigen Sonstigen finanziellen Vermögenswerten verbucht. Bis Ende 2024 war die Forderung (zum damaligen Zeitpunkt: €15 Mio.) in den Forderungen aus Lieferungen und Leistungen verbucht.

Abbildung 2: Bilanz, ausgewählte Positionen

in € Mio.	H1-25A	2024A	Delta
Immaterielle Vw. & Goodwill	15,7	14,4	9%
Sachanlagen	71,4	70,9	1%
Sonstige finanzielle Vermögenswerte	16,2	0,3	5303%
Anlagevermögen insgesamt	105,1	87,0	21%
Vorräte	9,5	8,8	7%
Forderungen aus Lieferungen & Leistungen	18,8	37,3	-50%
Liquide Mittel	6,5	4,6	42%
Umlaufvermögen insgesamt	40,5	56,3	-28%
Eigenkapital	56,2	66,4	-15%
<i>Eigenkapitalquote</i>	<i>38,6%</i>	<i>46,4%</i>	<i>-7,1 PP</i>
Finanzverbindlichkeiten, langfristig	34,8	32,4	7%
Finanzverbindlichkeiten, kurzfristig	4,8	4,7	3%
Leasingverbindlichkeiten, langfristig	0,8	0,5	80%
Leasingverbindlichkeiten, kurzfristig	0,2	0,2	18%
Nettoverschuldung	34,2	33,2	3%
<i>Net Gearing (Nettoverschuldung/EK in %)</i>	<i>60,8%</i>	<i>49,9%</i>	<i>+10,9 PP</i>
Verbindlichkeiten aus Lieferungen & Leistungen	10,7	7,5	42%
Bilanzsumme	145,6	143,2	2%

Quelle: First Berlin Equity Research, Enapter AG

Positiver operativer Cashflow und Nettomittelzufluss Der operative Cashflow belief sich auf €0,3 Mio. (vgl. Abbildung 3). Maßgeblich dafür war eine Zunahme der Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen und sonstigen Verbindlichkeiten in Höhe von €7,1 Mio. Die Mittelabflüsse aus Investitionen beliefen sich auf €-4,7 Mio. und setzen sich aus aktivierten Entwicklungskosten (€-2,5 Mio.) und Investitionen in Sachanlagen (€-2,2 Mio.), insbesondere für die Fertigstellung des Energiekonzepts am Standort Saerbeck, zusammen. Mit der Fertigstellung sollen im Frühjahr 2026 KfW-Zuschüsse in Höhe von ca. €7 Mio. realisiert werden. Der Cashflow aus Finanzierungstätigkeit belief sich auf €6,3 Mio. und geht wesentlich auf die Kapitalerhöhung (€4,3 Mio.) und ein Darlehen über €3,0 Mio. von Patrimonium zurück, das zur Finanzierung der energieeffizienten Wärmeversorgung und der Errichtung einer Solaranlage am Standort Saerbeck dient. Der Nettomittelzufluss belief sich auf €1,9 Mio.

Abbildung 3: Kapitalflussrechnung, ausgewählte Positionen

in € Mio.	H1-25A	H1-24A
Operativer Cashflow	0,3	-3,8
CAPEX	-4,7	-2,6
Freier Cashflow	-4,4	-6,3
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-4,7	-3,5
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	6,3	-3,2
Nettocashflow	1,9	-10,5

Quelle: First Berlin Equity Research, Enapter AG

Erhöhtes Risiko bei Liquidität und Finanzierung Das Unternehmen sieht laut Halbjahresbericht ein erhöhtes Risiko, dass Finanzierungsrunden nicht wie erwartet erfolgreich sein könnten. War nach der bisherigen Planung die Finanzierung der Gesellschaft bis Ende 2025 sichergestellt, so ist Enapter nach der aktuellen Planung „unmittelbar und sehr kurzfristig von Mittelzuführungen in ausreichender Höhe abhängig“. Wir unterstellen in unserem Modell, dass sich Enapter weiterhin ausreichend finanzielle Mittel beschaffen kann.

Schätzungen deutlich gesenkt Nach der Guidancesenkung (siehe Abbildung 4), den schwachen Halbjahreszahlen und dem deutlich gesunkenen Auftragseingang haben wir unsere Schätzungen für 2025E und die Folgejahre reduziert (vgl. Abbildung 5 auf der nächsten Seite). Für 2025E unterstellen wir nunmehr einen Umsatz in Höhe von €20,2 Mio. und ein EBITDA von €-10,0 Mio. Auf Basis des gegenwärtigen Auftragsbestands von €45 Mio. gehen wir für 2026E von einem sehr kräftigen Wachstum aus und prognostizieren einen Umsatz von €45 Mio. Darüber hinaus sollte das neue Flaggschiffprodukt, der AEM Nexus 2500, der auch für industrielle Großprojekte einsetzbar ist (vgl. unser Research vom 9. Juli 2025), für weiteres Wachstum sorgen.

Abbildung 4: Guidance neu und alt

in € Mio.	Guidance neu	Guidance alt	FBe neu	FBe alt
Umsatz	20 bis 22	39 bis 42	20,2	39,2
EBITDA	-9 bis -10	-2 bis 0	-10,0	-2,0

Quelle: First Berlin Equity Research, Enapter AG



Abbildung 5: Anpassung der Schätzungen

Alle Zahlen in € Mio.	2025E			2026E			2027E		
	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta
Umsatz	39,2	20,2	-49%	61,3	45,3	-26%	87,7	63,4	-28%
EBITDA	-2,1	-10,0	-	3,7	-0,9	-	11,8	5,7	-52%
Marge	-5,3%	-49,6%	-	6,0%	-1,9%	-	13,5%	9,0%	-
EBIT	-8,0	-16,0	-	-2,3	-6,6	-	5,9	0,1	-98%
Marge	-20,4%	-79,3%	-	-3,8%	-14,7%	-	6,7%	0,2%	-
Nettoergebnis	-13,3	-21,9	-	-6,6	-11,6	-	3,3	-2,7	-
Marge	-34,0%	-108,7%	-	-10,8%	-25,7%	-	3,8%	-4,3%	-
GPA (verwässert, in €)	-0,44	-0,73	-	-0,22	-0,38	-	0,11	-0,09	-

Quelle: First Berlin Equity Research

Herabstufung auf Hinzufügen bei deutlich gesenktem Kursziel Ein aktualisiertes DCF-Modell, das unsere gesenkten Prognosen berücksichtigt, ergibt ein neues Kursziel von €2,10 (bisher: €5,00). Wir stufen unser Rating von Kaufen auf Hinzufügen herab, da das Kurspotenzial nunmehr weniger als 25% beträgt.



BEWERTUNGSMODELL

DCF Bewertungsmodell*								
Alle Angaben in Tsd EUR	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
Nettoumsatz	20.150	45.300	63.420	84.349	110.480	142.118	179.288	221.556
NOPLAT	-16.189	-6.759	114	6.655	11.867	14.276	15.180	19.196
+ Abschreibungen	5.982	5.786	5.567	5.285	5.090	5.067	5.176	5.380
= Operativer Cashflow (netto)	-10.207	-973	5.681	11.940	16.957	19.343	20.356	24.576
- Gesamte Investitionen (Capex, WC, Sonstiges)	4.615	2.038	-233	-7.553	-12.047	-14.493	-16.966	-19.284
Capex	-5.441	-4.983	-4.439	-4.892	-6.026	-7.261	-8.541	-9.789
Working Capital	10.056	7.021	4.206	-2.661	-6.020	-7.232	-8.425	-9.495
Sonstiges	0	0	0	0	0	0	0	0
= Freier Cashflow (FCF)	-5.592	1.064	5.448	4.387	4.910	4.850	3.390	5.292
GW der FCFs	-5.381	888	3.941	2.750	2.669	2.286	1.385	1.874

in Tsd EUR	
GWs der FCFs explizite Periode (2025E-2039E)	40.376
GWs der FCFs in der Terminalperiode	53.047
Unternehmenswert (EV)	93.423
+ Nettokasse / - Nettverbindlichkeiten	-28.867
+ Investitionen / Anteile Dritter	-2
Shareholder Value	64.553
Verwässerte Aktienanzahl	30.553
Fairer Wert in €	2,11

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

WACC		Umsatzwachstum in der Terminalperiode							
		2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%	5,0%	5,5%	
12,3%	12,3%	3,83	3,95	4,08	4,23	4,40	4,59	4,81	
13,3%	13,3%	3,07	3,15	3,24	3,34	3,46	3,58	3,73	
14,3%	14,3%	2,46	2,52	2,59	2,66	2,73	2,82	2,92	
15,3%	15,3%	1,97	2,02	2,06	2,11	2,17	2,23	2,29	
16,3%	16,3%	1,58	1,61	1,64	1,68	1,71	1,76	1,80	
17,3%	17,3%	1,25	1,27	1,29	1,32	1,35	1,38	1,41	
18,3%	18,3%	0,97	0,99	1,01	1,02	1,05	1,07	1,09	

* 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	20.150	45.300	63.420
Bestandsveränderungen	525	2.078	-2.106	0	0	0
Andere aktivierte Eigenleistungen	6.383	4.076	3.380	1.209	1.812	1.903
Gesamtleistung	15.197	33.683	19.332	20.150	45.300	63.420
Herstellungskosten	12.013	12.961	12.700	13.501	30.351	41.540
Bruttogewinn (Umsatz ./ Herstkosten)	3.184	20.722	6.632	6.650	14.949	21.880
Personalkosten	14.300	13.561	11.730	11.207	12.500	13.001
Sonstige betriebliche Erträge	2.799	4.116	4.522	2.418	3.624	3.805
Sonstige betriebliche Aufwendungen	8.648	13.867	9.737	9.060	8.743	8.879
EBITDA	-10.582	1.485	-6.933	-9.991	-858	5.708
Abschreibungen & Amortisation	2.276	4.168	6.014	5.982	5.786	5.567
EBIT	-12.858	-2.683	-12.947	-15.973	-6.644	141
Nettofinanzergebnis	-97	-3.618	-7.942	-5.705	-4.883	-2.825
EBT	-12.955	-6.301	-20.889	-21.678	-11.527	-2.685
Steuern	23	864	-155	217	115	27
Minderheitsbeteiligungen	1	1	0	0	0	0
Nettogewinn/ -verlust	-12.977	-7.163	-20.734	-21.895	-11.642	-2.712
EPS (verwässert)	-0,51	-0,26	-0,76	-0,73	-0,38	-0,09
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%	-49,6%	-1,9%	9,0%
EBIT-Marge	-87,6%	-8,5%	-60,4%	-79,3%	-14,7%	0,2%
Nettomarge	-88,4%	-22,7%	-96,7%	-108,7%	-25,7%	-4,3%
Steuersatz	-0,2%	-13,7%	0,7%	-1,0%	-1,0%	-1,0%
Ausgaben in % vom Umsatz						
Herstellungskosten	81,9%	41,0%	59,2%	67,0%	67,0%	65,5%
Personalkosten	97,5%	42,9%	54,7%	55,6%	27,6%	20,5%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	58,9%	43,9%	45,4%	45,0%	19,3%	14,0%
Jährliches Wachstum						
Gesamtumsatz	74%	115%	-32%	-6%	125%	40%
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	42.529	36.625	31.311
Liquide Mittel	5.071	14.589	4.568	2.865	2.047	1.594
Kurzfristige Investitionen	0	0	0	0	0	0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	8.014	23.269	37.298	24.842	19.858	13.900
Vorräte	8.421	11.310	8.845	9.247	9.147	10.243
Sonstige Forderungen	6.071	5.609	5.574	5.574	5.574	5.574
Anlagevermögen, gesamt	80.237	86.631	86.952	86.604	86.007	85.096
Sachanlagen	67.900	72.902	70.878	70.815	70.602	70.033
Goodwill & Immaterielle Vermögenswerte	10.272	11.973	14.382	14.096	13.713	13.370
Nutzungsrechte	1.007	881	881	881	881	881
Sonstige Vermögenswerte	748	812	812	812	812	812
Aktiva	107.814	141.408	143.237	129.133	122.632	116.407
Eigenkapital und Verbindlichkeiten						
Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt	16.070	18.745	39.935	40.240	51.251	82.115
Zinstragende Verbindlichkeiten (kurzfristig)	871	1.004	4.698	7.000	16.075	47.595
Leasingverbindlichkeiten	135	167	167	167	167	167
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	11.191	5.534	7.546	5.548	7.484	6.829
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	40.066	34.197	-182
Zinstragende Verbindlichkeiten	2.371	38.108	32.405	35.405	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	48.829	37.187	34.475
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	-78.190	-89.833	-92.544
Passiva	107.814	141.408	143.237	129.133	122.632	116.407
Kennzahlen						
Current ratio (x)	1,72	2,92	1,41	1,06	0,71	0,38
Quick ratio (x)	1,19	2,32	1,19	0,83	0,54	0,26
Eigenkapitalquote	80,2%	56,8%	46,4%	37,8%	30,3%	29,6%
Nettoverbindlichkeiten	-1.830	24.522	32.534	39.540	43.358	40.736
Net Gearing	-2,1%	30,6%	49,0%	81,0%	116,6%	118,2%
Return on Equity (ROE)	-15,0%	-8,9%	-31,2%	-44,8%	-31,3%	-7,9%
Forderungsumschlag in Tagen	199	269	635	450	160	80
Vorratsumschlag in Tagen	256	319	254	250	110	90
Kreditorenlaufzeit in Tagen	340	156	217	150	90	60



CASHFLOWRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd EUR	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
EBIT	-12.858	-2.683	-12.947	-15.973	-6.644	141
Abschreibungen	2.276	4.168	6.014	5.982	5.786	5.567
EBITDA	-10.582	1.485	-6.933	-9.991	-858	5.708
Veränderungen Working Capital	-6.476	-16.962	6.817	10.056	7.021	4.206
Sonstiges (Rückstellungen, Zinsen, etc.)	1.594	1.410	-8.373	-5.922	-4.999	-2.852
Operativer Cashflow	-15.464	-14.067	-8.489	-5.857	1.164	7.062
Investitionen in Sachanlagen	-44.989	-5.930	-1.348	-2.418	-2.265	-1.903
Investitionen in immaterielle Vermögenswerte	-4.436	-4.496	-4.869	-3.023	-2.718	-2.537
Freier Cashflow	-64.889	-24.493	-14.706	-11.297	-3.819	2.622
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	-5.441	-4.983	-4.439
Cashflow aus FK-Finanzierung, netto	-653	34.138	-1.905	5.303	3.000	-3.075
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	9.595	3.000	-3.075
FOREX & sonstige Effekte	0	0	0	0	0	0
Veränderung der liquiden Mittel	-14.534	9.519	-10.021	-1.703	-819	-453
Cash am Anfang der Periode	19.604	5.071	14.589	4.568	2.865	2.047
Cash zum Ende der Periode	5.071	14.590	4.568	2.865	2.047	1.594
EBITDA je Aktie	-0,41	0,05	-0,25	-0,33	-0,03	0,19
Jährliches Wachstum						
Operativer Cashflow	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	507%
Freier Cashflow	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Finanzieller Cashflow	4%	-33%	-86%	105%	-69%	n.a.

Imprint / Disclaimer

First Berlin Equity Research

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

First Berlin Equity Research GmbH is one of the companies monitored by BaFin with regard to its compliance with the requirements of Section 85 (1) sentence 1 of the German Securities Trading Act [WpHG], art. 20 (1) Market Abuse Regulation (MAR) and Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) II, Markets in Financial Instruments Regulations (MiFIR) 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 24. September 2025 um 11:15 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...19	↓	↓	↓	↓
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	9. Juli 2025	€ 2,53	Buy	€ 5,00
28	Heute	€ 1,81	Add	€ 2,10

ANLAGEHORIZONT

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

AKTUALISIERUNG

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

ÄNDERUNGSVORBEHALT

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

Die gesetzlich erforderlichen Angaben über

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

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

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

HAFTUNGSAUSSCHLUSS (DISCLAIMER)

ZUVERLÄSSIGKEIT VON INFORMATIONEN UND INFORMATIONQUELLEN

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

ZUVERLÄSSIGKEIT VON SCHÄTZUNGEN UND PROGNOSEN

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

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

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

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

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

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

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

KEIN ZUSTANDEKOMMEN VERTRAGLICHER SCHULDVERHÄLTNISSE

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

KEINE PFLICHT ZUR AKTUALISIERUNG

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

VERVIELFÄLTIGUNG

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

SALVATORISCHE KLAUSEL

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

ANWENDBARES RECHT, GERICHTSSTAND

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

KENNTNISNAHME VOM HAFTUNGSAUSSCHLUSS

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

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

QUALIFIZIERTE INSTITUTIONELLE INVESTOREN

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

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