

Enapter AG

Germany | Renewables | Marktkapitalisierung EUR 59,7 Mio.

18-Dec-25

UPDATE



Vertriebspartnerschaften für potenziellen H₂ Aufschwung; Spek. KAUFEN

Spek. KAUFEN (Spek. KAUFEN)

Kursziel	EUR 3,30 (3,30)
Aktueller Kurs	EUR 1,86
Kurspotenzial	77,4%



ANALYST

Leon Mühlenbruch

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

What's it all about?

Enapter setzt auf eine franchiseähnliche Vertriebsstrategie und bildet exklusive Partnerschaften in wichtigen Ländern, um neue Märkte zu erschließen, während der Wasserstoffsektor an Dynamik gewinnt, ohne selbst das volle Risiko zu tragen. Anfang 2024 gab es große Deals, darunter der US-Vertrieb mit CleanH2 Inc sowie ein Joint Venture in China mit der Wolong Electric Group für Vertrieb und Produktionsauslagerung, etwa der Container-Montage. Das Unternehmen kündigte letzte Woche die Expansion in die Ukraine und Israel über eine exklusive Reseller-Vereinbarung mit der ProLubric GmbH an. Dies ermöglicht einen unmittelbaren Marktzugang, gestützt durch nationale Wasserstoffprogramme, starke Infrastruktur und zielgerichtete Fördermittel. Durch die Auslagerung des Vertriebs an erfahrene Partner kann sich Enapter auf Kernkompetenzen fokussieren: die Entwicklung und Produktion von AEM-Stacks und Software. Mit der jüngsten Kapitalerhöhung über 12 Mio. EUR stützt dieser strategische Schritt unser Spek. KAUFEN mit einem Kursziel von 3.30 EUR.

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

mwb-research.com

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

Enapter AG

Germany | Renewables | Marktkapitalisierung EUR 59,7 Mio. | EV EUR 93,7 Mio.

Spek. KAUFEN (Spek. KAUFEN)

Kursziel
Aktueller Kurs
Kurspotenzial
EUR 3,30 (3,30)
EUR 1,86
77,4%

ANALYST

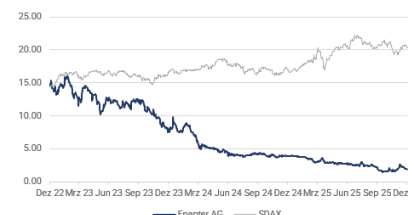
Leon Mühlenbruch
l.muehlenbruch@mwb-research.com
+49 40 309 293-58

Vertriebspartnerschaften für potenziellen H₂ Aufschwung

Den Rahmen für globales Wachstum setzen. Enapter verfolgt eine Vertriebsstrategie, die dem bewährten Franchisemodell ähnelt, und bildet exklusive Partnerschaften in wichtigen Ländern. Dieser Ansatz ermöglicht es dem Unternehmen, in neue Märkte einzutreten, während der Wasserstoffsektor an Dynamik gewinnt, ohne das volle Risiko zu übernehmen. Gleichzeitig sichert er Mindestabnahmemengen und Vorauszahlungen und erlaubt Enapter, sich auf seine Kernstärke zu konzentrieren: die Entwicklung und Herstellung von AEM-Elektrolyseuren, mit Stacks und Software als Herzstück. Anfang 2024 unterzeichnete Enapter bedeutende Vereinbarungen, darunter ein US-Vertriebsabkommen mit CleanH2 Inc und ein Joint Venture in China mit der Wolong Electric Group für Vertrieb und die Auslagerung produktionsintensiver Schritte, etwa der Container-Montage.

Neue Partnerschaft – Expansion in die Ukraine... Enapter hat letzte Woche über die Tochtergesellschaft Enapter S.r.l. eine exklusive Reseller-Vereinbarung mit der ProLubric GmbH für den ukrainischen Markt bekannt gegeben. ProLubric bringt eine starke lokale Präsenz, jahrzehntelange Erfahrung und etablierte Netzwerke mit EPCs, Systemintegratoren und industriellen Anwendern mit. Der nationale Aktionsplan für erneuerbare Energien, der im August 2024 verabschiedet wurde, bereitet die Bühne dafür, dass Wasserstoff eine strategische Rolle einnimmt, fördert grüne Gase, erneuerbaren Strom und Speicherlösungen von bis zu 656 MW. Dies eröffnet unmittelbare Wachstumschancen für Enapters modulare AEM-Elektrolyseure in EPC-Projekten, dezentralen industriellen Anwendungen und integrierten Energiesystemen.

...und Israel. Die gleiche Vereinbarung umfasst Israel, wo politische Stabilität und eine starke Infrastrukturentwicklung die Einführung von Wasserstoff begünstigen. Der Bau einer 400 km langen nationalen Wasserstoffpipeline, genehmigt im Mai 25, zusammen mit der National Hydrogen Strategy, positioniert Israel als einen besonders innovationsfreundlichen Markt. Die Israel Innovation Authority fördert zielgerichtet Projekte entlang der Wasserstoff-Wertschöpfungskette und schafft fruchtbaren Boden für Enapters skalierbare AEM-Systeme. Die Partnerschaft sichert direkten Marktzugang mit sofortigem Absatzpotenzial.



Quelle: mwb research

Hoch/Tief 52 W. 4,18 / 1,49
Kurs/Buchwert 0,8x

Ticker / Symbols

ISIN DE000A255G02
WKN A255G0
Bloomberg H2O:GR

Änderung der Prognosen

		Umsatz	EBIT	GjA
2025E	alt	21,4	-14,6	-0,73
	Δ	0,0%	na%	na%
2026E	alt	39,7	-2,3	-0,36
	Δ	0,0%	na%	na%
2027E	alt	55,5	0,3	0,01
	Δ	0,0%	0,0%	-0,1%

Aktienkennzahlen

Aktienanzahl (in Mio. Stück) 32,07
Buchwert p.A.: (in EUR) 2,40
Ø Handelsvol.: (52 W.) 24.238

Großaktionärsstruktur

BluGreen (Sebastian Schmidt) 24,2%
Svella Global 19,2%
CVI Investment (Jeffrey Yass) 15,4%
Morgan Stanley 5,0%
Sergei Storozhenko 4,0%
Latonba AG (Wilhelm K.T. Zours) 3,7%
Free Float 28,4%

Unternehmensbeschreibung

Enapter entwickelt modulare, einheitliche Elektrolysesysteme, die zu größeren Modulen kombiniert werden können, basierend auf ihrer patentierten Anionenaustauschmembran (AEM) Technologie, einer Weiterentwicklung der PEM-Technologie, die auf Iridium verzichtet und niedrigere Kosten, hohe Flexibilität und eine skalierbare Serienproduktion ermöglicht.

	-Fortsetzung-					
Enapter AG	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Umsatz	14,7	31,6	21,4	21,4	39,7	55,5
Wachstum yoy	73,8%	115,4%	-32,2%	0,0%	85,0%	40,0%
EBITDA	-10,6	1,5	-6,9	-10,0	2,0	6,7
EBIT	-12,9	-2,7	-12,9	-14,6	-2,3	0,3
Jahresüberschuss	-13,0	-7,2	-20,7	-22,4	-11,4	0,2
Nettoverschuldung	-1,2	25,2	33,2	35,5	50,6	53,4
Nettoversch./EBITDA	0,1x	17,0x	-4,8x	-3,6x	25,5x	8,0x
Gewinn pro Aktie	-0,51	-0,26	-0,75	-0,70	-0,36	0,01
Dividende pro Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rohrertragsmarge	21,7%	65,6%	30,9%	40,0%	40,0%	41,0%
EBITDA-Marge	-72,1%	4,7%	-32,3%	-46,5%	5,0%	12,0%
EBIT-Marge	-87,6%	-8,5%	-60,4%	-68,3%	-5,8%	0,5%
ROCE	-13,9%	-2,2%	-11,9%	-11,3%	-1,7%	0,2%
EV/Umsatz	4,0x	2,7x	4,4x	4,4x	2,8x	2,0x
EV/EBITDA	-5,5x	57,7x	-13,5x	-9,5x	55,6x	17,0x
EV/EBIT	-4,5x	-31,9x	-7,2x	-6,5x	-48,0x	423,4x
KGV	-3,7x	-7,1x	-2,5x	-2,7x	-5,2x	297,2x

Quelle: Unternehmensdaten, mwb research

Kapitalerhöhung vollständig abgeschlossen. Die EUR 12m Kapitalerhöhung aus dem November wurde, wie erwartet, vollständig abgeschlossen und stieß auf starke Nachfrage mit einer Überzeichnung von rund 46%. Es wurden etwa 1,5 Mio. neue Aktien ausgegeben, wodurch das Kapital auf rund EUR 32,1m steigt (Mehr Details [hier](#)). Das Paket umfasst außerdem eine 9,6 Mio. EUR Nullkupon-Pflichtwandelschuldverschreibung, die vollständig von den Großaktionären Svelland und CVI gezeichnet wurde. Beide Investoren haben sich zu einem sechsmonatigen Lock-up verpflichtet, wodurch rund 65% der nach der Transaktion ausstehenden Aktien gesperrt sind.

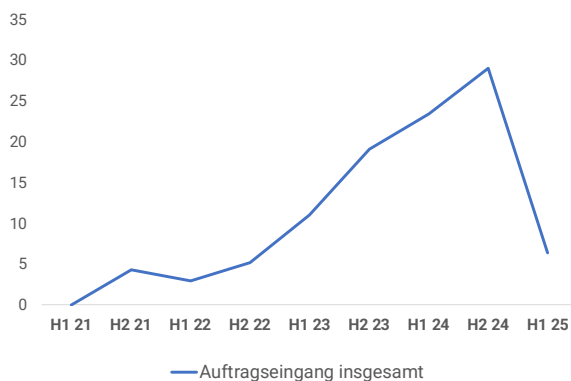
Skalieren mit Fokus; Spek. KAUFEN bestätigt. Wir bewerten Enapters Vertriebsstrategie als äußerst vielversprechend. Durch die Auslagerung des Vertriebs an erfahrene lokale Partner kann sich das Unternehmen auf Kernkompetenzen konzentrieren, während die jüngste Kapitalerhöhung über 12 Mio. EUR die Produktionshochlaufphase des Stack T unterstützt und zudem das starke langfristige Engagement der Großaktionäre unterstreicht. Fortschritte bei nationalen Wasserstoffzielen und Commitments großer Industriakteure zeigen, dass der Wasserstoffmarkt alles andere als tot ist, sondern lediglich eine Verschnaufpause einlegt. Wir bestätigen unser Spek. KAUFEN mit einem Kursziel von 3.30 EUR.

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

GuV Daten	H2 2021	H1 2022	H2 2022	H1 2023	H2 2023	H1 2024	H2 2024	H1 2025
Umsatz	6,4	3,3	11,4	4,8	26,8	8,3	13,2	5,6
yoy Wachstum in %	210,5%	64,5%	76,7%	43,8%	136,3%	73,5%	-50,9%	-31,7%
Bruttogewinn	0,6	0,0	3,1	0,6	na	2,6	16,7	0,5
Bruttomarge in %	9,1%	1,4%	27,6%	12,5%	na%	31,7%	126,9%	8,1%
EBITDA	-3,8	-6,8	-2,5	-7,0	8,5	-3,0	-4,0	-8,1
EBITDA-Marge %	-59,0%	-204,4%	-22,3%	-147,2%	31,7%	-36,0%	-30,1%	-143,7%
EBIT	-4,7	-7,6	-5,2	-8,6	5,9	-5,2	-7,7	-11,1
EBIT-Marge in %	-72,7%	-229,7%	-46,2%	-180,3%	22,0%	-63,2%	-58,6%	-197,4%
EBT	-4,7	-7,7	-5,3	-9,9	3,6	-7,9	-13,0	-13,6
gezahlte Steuern	-0,0	0,0	0,0	0,0	0,9	na	na	na
Steuersatz in %	0,3%	-0,1%	-0,3%	-0,0%	23,7%	na%	na%	na%
Nettogewinn	-4,7	-7,7	-5,3	-9,9	2,8	-7,9	-12,8	-13,7
yoy Wachstum in %	na%	na%	na%	na%	na%	na%	na%	72,3%
EPS	-0,20	-0,31	-0,20	-0,37	0,10	-0,29	-0,46	-0,45

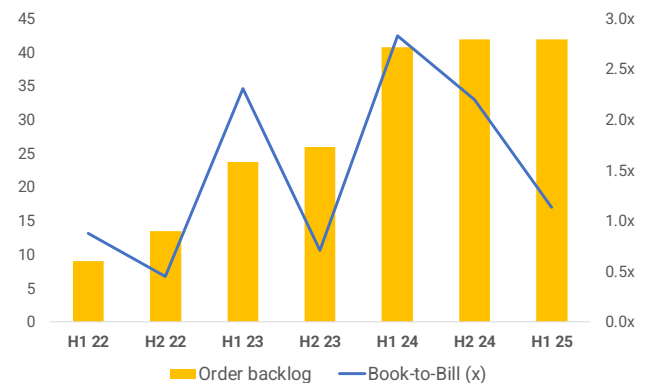
Quelle: Unternehmensangaben; mwb research

Auftragseingang (in EUR Mio.)



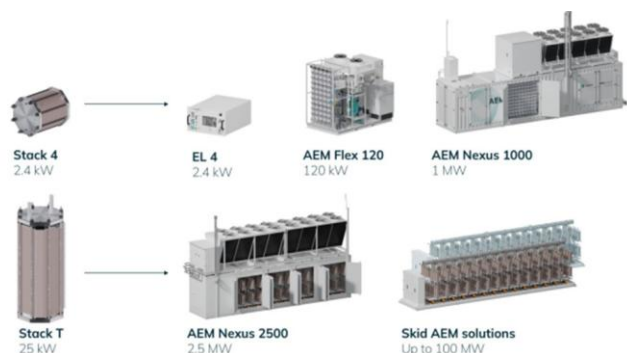
Quelle: Unternehmensangaben; mwb research

Auftragsbestand (in EUR Mio.)

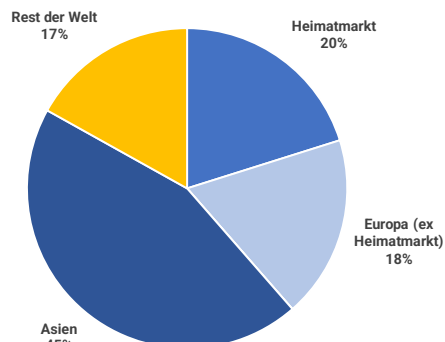


Investment Case in sechs Grafiken

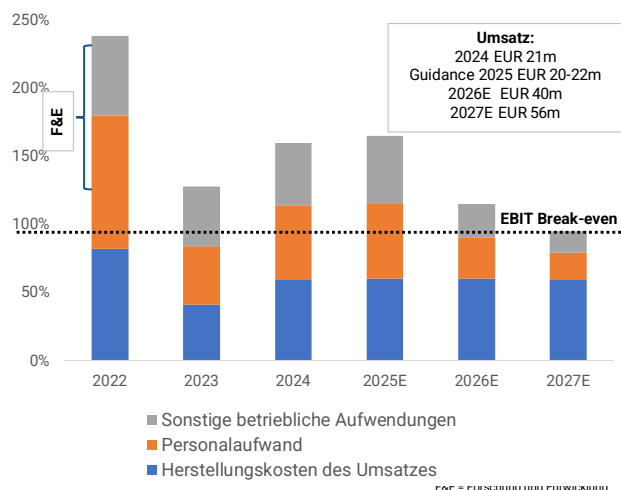
Patentierte AEM-Elektrolyse-Systeme



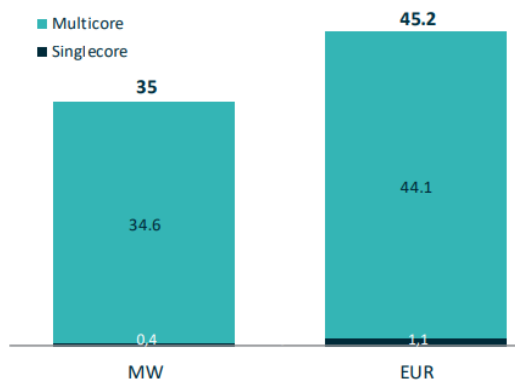
Regionale Umsatzverteilung 2024 in %



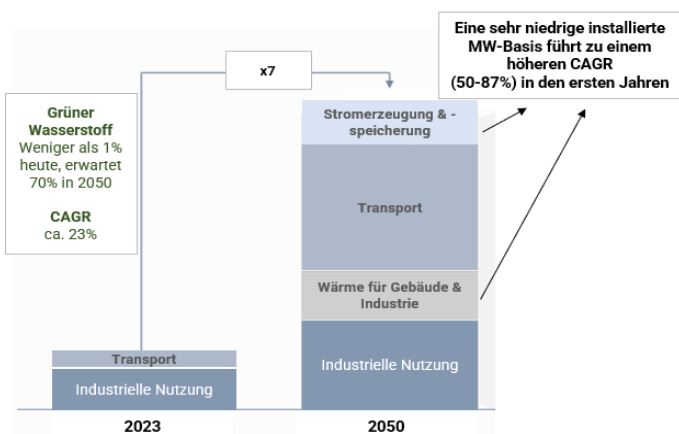
Kostenprognose mwb est. (in % des Gesamtumsatzes)



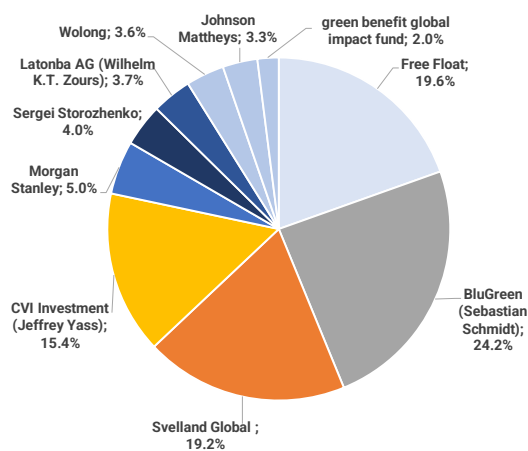
Auftragsbuch Elektrolyseure September 2025 (Mio. EUR)



Ausblick des Wasserstoffsektors



Aktionärsstruktur (Stand: Dezember 2025)



Quelle: Unternehmensangaben; mwb research

SWOT-Analyse

Stärken

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

Schwächen

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

Chancen

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

Risiken

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

Bewertung

DCF Model

Aus dem DCF-Modell ergibt sich ein Zeitwert von **EUR 3,30** pro Aktie:

Umsatzwachstum: Wir gehen davon aus, dass Enapter AG weiterhin von strukturellem Wachstum profitieren sollte. Daher liegt unsere Wachstumserwartung für 2025E-2032E bei 25,8% p.a. Die langfristige Wachstumsrate liegt bei 2,0%.

ROCE: Die Kapitalrenditen entwickeln sich von -11,3% in 2025E bis auf 10,7% in 2032E.

WACC: Ausgangspunkt ist ein historisches Aktien-Beta von 1,53. Ein Deleveraging und die Korrektur um die Mean Reversion ergibt ein Asset-Beta von 0,89. In Kombination mit einem risikofreien Zinssatz von 2,0% und einer Aktienrisikoprämie von 6,0% ergeben sich Eigenkapitalkosten von 11,4%. Bei Fremdkapitalkosten vor Steuern von 5,0%, einem Steuersatz von 25,0% und einem Zielwert für Schulden/Eigenkapital von 1,0 ergibt sich ein langfristiger WACC von 7,6%.

DCF (in Mio. EUR) (außer Daten je Aktie und Beta)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	Endwert
NOPAT	-16,1	-2,8	0,2	6,1	11,1	12,4	12,6	13,0	
Abschreibung & Amortis.	4,7	4,3	6,4	6,6	6,9	7,2	7,3	7,3	
Änderung des w/c	5,6	-3,2	-3,2	-2,6	-1,9	-2,0	-2,1	-1,3	
Änderung Rückstellungen	-1,1	0,3	0,5	-0,6	0,1	0,1	0,1	0,1	
Capex	-5,4	-5,2	-6,7	-7,8	-8,6	-7,7	-7,3	-7,5	
Cash flow	-12,3	-6,5	-2,8	1,8	7,7	9,9	10,6	11,6	211,8
Barwert (Gegenwartswert)	-12,3	-5,9	-2,4	1,4	5,7	6,8	6,8	6,9	126,8
WACC	9,5%	10,3%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%

DCF pro Aktie abgeleitet aus

Gesamter Barwert	133,8
Adj. Halbjahres-Barwert	139,2
Nettoverschuldung	33,2
Finanzanlagen	0,8
Rückstellungen	0,9
Wert des Eigenkapitals	105,9
Anzahl ausstehender Aktien	32,1

Discountierter Cash Flow / Aktie	3,30
Discount / (Prämie)	77,5%

Aktienkurs	1,86
------------	------

DCF, durchschn. Wachstum und Gewinnannahmen

Planungshorizont durchschn. Wachstum (2025E-2032E)	25,8%
Endwert Wachstum (2032E - Unendlichkeit)	2,0%
Endwert ROCE	10,7%
Endwert WACC	7,6%

WACC abgeleitet aus

Kosten der Kreditaufnahme vor Steuern	5,0%
Steuersatz	25,0%
Beta	1,53
Unlevered Beta (Industrie der Unternehmen)	0,89
Zielrate Verschuldung / Eigenkapital	1,0
Relevered beta	1,57
Risikoloser Zins	2,0%
Risikoprämie	6,0%
Eigenkapitalkosten	11,4%

Sensitivitätsanalyse DCF

		Langfristige Wachstumsrate					Anteil Endwert	
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%		
WACC	2,0%	1,5	1,6	1,8	2,0	2,2	2025E-2028E	-14,3%
	1,0%	2,0	2,2	2,4	2,7	3,1	2029E-2032E	19,6%
	0,0%	2,6	2,9	3,3	3,7	4,2	Endwert	94,7%
	-1,0%	3,6	4,0	4,6	5,2	6,1		
	-2,0%	4,9	5,6	6,5	7,7	9,4		

Source: mwb research

FCF-Rendite

Aufgrund der Tatsache, dass Unternehmen in Bezug auf geografische Exposition, Größe oder Wettbewerbsstärke selten genügend Ähnlichkeit mit Konkurrenten aufweisen, und um die Fallstricke einer schwachen langfristigen Sichtbarkeit auszugleichen, wurde eine Analyse des bereinigten freien Cashflows (bereinigter FCF) durchgeführt. **Die bereinigte freie Cashflow-Rendite ergibt einen fairen Wert zwischen EUR -8,50 je Aktie auf der Grundlage von 2025E und EUR 3,59 je Aktie auf der Grundlage von 2029E Schätzungen.**

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

FCF Rendite EUR Mio.	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
EBITDA	-10,0	2,0	6,7	14,8	21,7
- Erhaltungsinvestitionen	4,7	4,3	6,4	6,6	6,9
- Minderheiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Steuerzahlungen	2,0	1,9	0,1	2,0	3,7
= Adjustierter FCF	-16,7	-4,2	0,2	6,1	11,1
Aktuelle MarketCap	59,7	59,7	59,7	59,7	59,7
+ Nettoversch. (-cash)	35,5	50,6	53,4	51,7	44,0
+ Pensionsverpfl.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Off-B/S Finanzierung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Fin. Verm.-gegenstände	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
- Kumulierte Dividenden	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EV Adjustierungen	34,7	49,8	52,6	50,9	43,2
= Richtiger EV	94,3	109,5	112,3	110,5	102,8
Adjustierte FCF-Rendite	-17,7%	-3,8%	0,2%	5,5%	10,8%
Basis Hurdle Rate	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
ESG Adjustierung	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Adj. Hurdle Rate	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Fairer EV	-238,1	-60,0	2,9	87,5	158,3
- EV Adjustierung	34,7	49,8	52,6	50,9	43,2
Faire MarketCap	-272,8	-109,8	-49,8	36,6	115,1
Anzahl Aktien (Mio.)	32,1	32,1	32,1	32,1	32,1
Fairer Wert je Aktie EUR	-8,50	-3,42	-1,55	1,14	3,59
Prämie (-) / Discount (+)	-557,2%	-284,1%	-183,4%	-38,6%	92,9%

Sensitivitätsanalyse fairer Wert						
Adj. Hurdle Rate	5,0%	-11,5	-4,2	-1,5	2,2	5,6
	6,0%	-9,7	-3,7	-1,5	1,6	4,4
	7,0%	-8,5	-3,4	-1,6	1,1	3,6
	8,0%	-7,6	-3,2	-1,6	0,8	3,0
	9,0%	-6,9	-3,0	-1,6	0,5	2,5

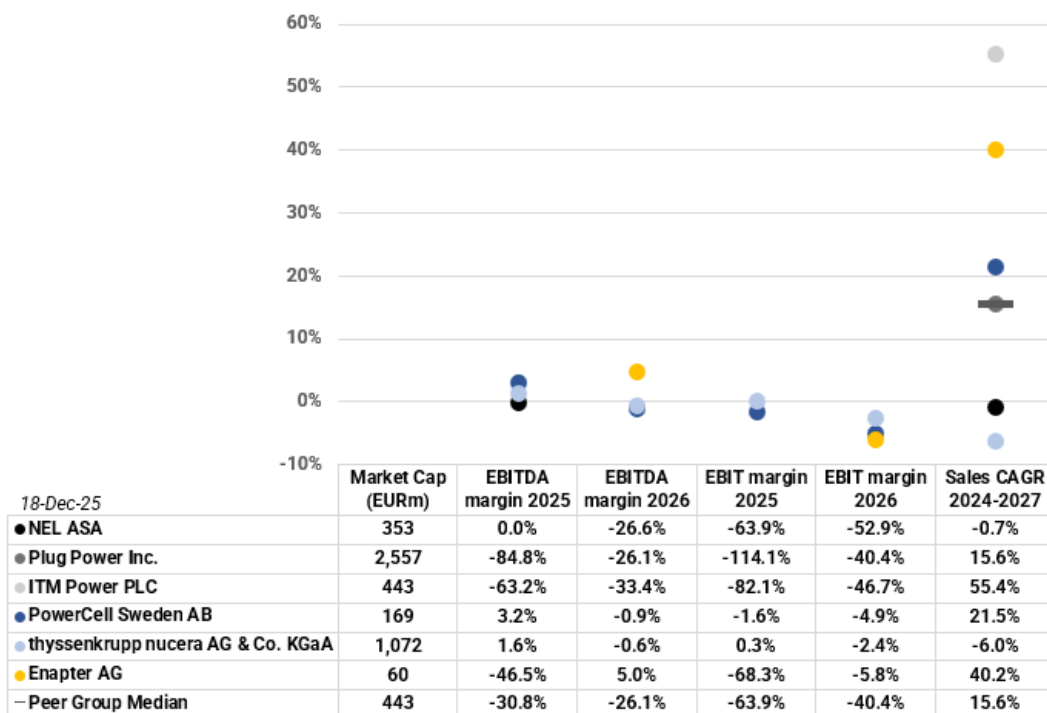
Quelle: Unternehmensangaben; mwb research

Einfach ausgedrückt geht das Modell davon aus, dass die Investoren von den Unternehmen eine Mindestrendite auf den Kaufpreis des Investors verlangen. Die geforderte Rendite nach Steuern entspricht der Hürde des Modells von 7,0%. Eine geringere Rendite deutet darauf hin, dass die Aktie teuer ist; eine höhere Rendite deutet darauf hin, dass die Aktie günstig ist. **Basierend auf dem gesamten Leeway ESG-Score können ESG-Anpassungen anwendbar sein. Eine hohe Punktzahl deutet auf ein hohes Bewusstsein für ökologische, soziale oder Governance-Themen hin und kann daher das Gesamtrisiko einer Investition in das Unternehmen senken. Eine niedrige Punktzahl hingegen kann das Risiko einer Investition erhöhen und somit eine höhere erforderliche Hurdle Rate auslösen.**

Peer Group-Analyse

Eine Peer-Group-Analyse oder Analyse vergleichbarer Unternehmen ("Comps") ist eine Methode, die den relativen Wert eines Unternehmens berechnet - wie viel es im Vergleich zu anderen ähnlichen Unternehmen wert sein sollte. In Anbetracht der Tatsache, dass sich Enapter AG in Bezug auf Größe, strategische Ausrichtung, Bilanzrelationen und Wachstumspfad erheblich unterscheidet, betrachten wir unsere Peer-Group-Analyse lediglich als Unterstützung für andere Bewertungsmethoden. Die Vergleichsgruppe von Enapter AG besteht aus den in der nachstehenden Grafik dargestellten Aktien. Am 28. Februar 2025 betrug der Median der Marktkapitalisierung der Vergleichsgruppe EUR 442,7m, verglichen mit EUR 59,7m für Enapter AG.

Peer Group – Basisdaten

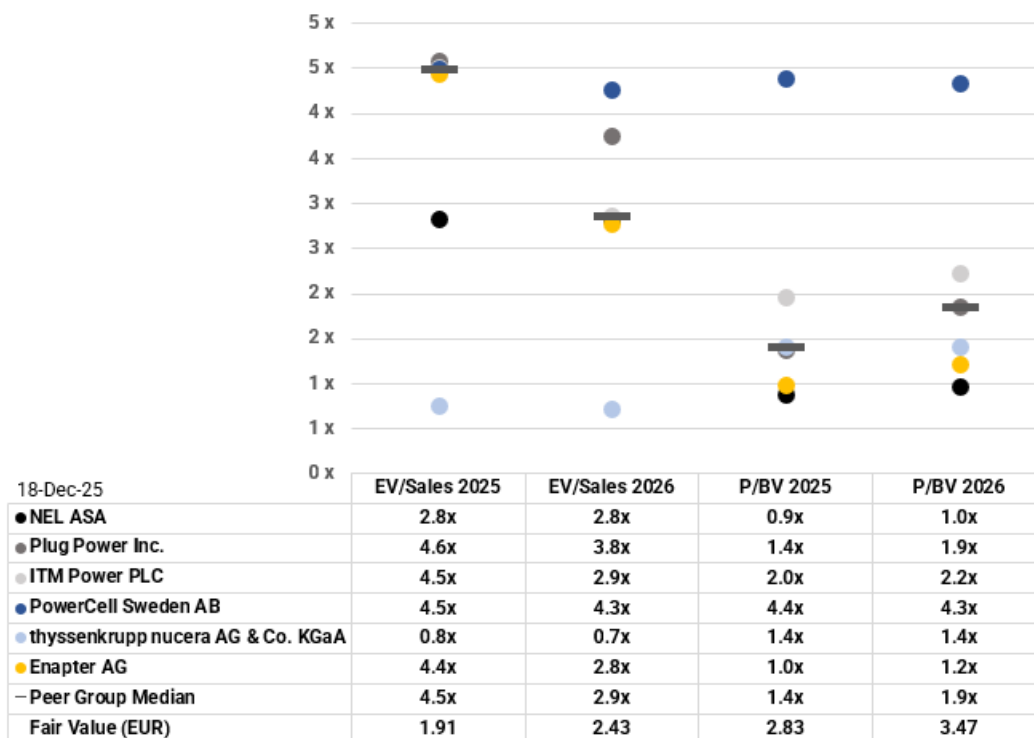


Source: FactSet, mwb research

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

Die Anwendung auf Enapter AG ergibt einen Bereich von fairen Werten von EUR 1,91 bis EUR 3,47.

Peer Group – Multiples und Bewertung



Quelle: FactSet, mwb research

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

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

ITM Power plc ist ein Unternehmen für Energiespeicherung und saubere Brennstoffe. Das Unternehmen stellt integrierte Wasserstoff-Energielösungen für den Netzausgleich, die Energiespeicherung und die Produktion von erneuerbarem Wasserstoff für den Verkehr, erneuerbare Wärme und Chemikalien her. Seine Protonenaustauschmembran-Elektrolyseure (PEM-Elektrolyseure) nutzen

erneuerbaren Strom und Wasser zur Erzeugung von grünem Wasserstoff durch einen Prozess namens Elektrolyse. Zu den Elektrolyseuren gehören HGAS1SP, HGAS3SP und 3MEP CUBE. HGAS1SP ist ein kleines PEM-Elektrolyseursystem in Containerbauweise und sein Plug & Play-Produkt umfasst einen einzelnen PEM-Elektrolyseur-Stack von ITM Power sowie alle erforderlichen Untersysteme, die für die Produktion von grünem Wasserstoffgas unter Selbstdruck erforderlich sind. HGAS3SP ist ein mittelgroßes PEM-Elektrolyseursystem in Containerbauweise, und sein Plug & Play-Produkt umfasst drei ITM Power PEM-Elektrolyseur-Stacks sowie alle notwendigen Subsysteme, die für die Produktion von grünem Wasserstoffgas unter Selbstdruck erforderlich sind. 3MEP CUBE ist ein modulares System für die Produktion von Wasserstoff in großen Mengen.

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

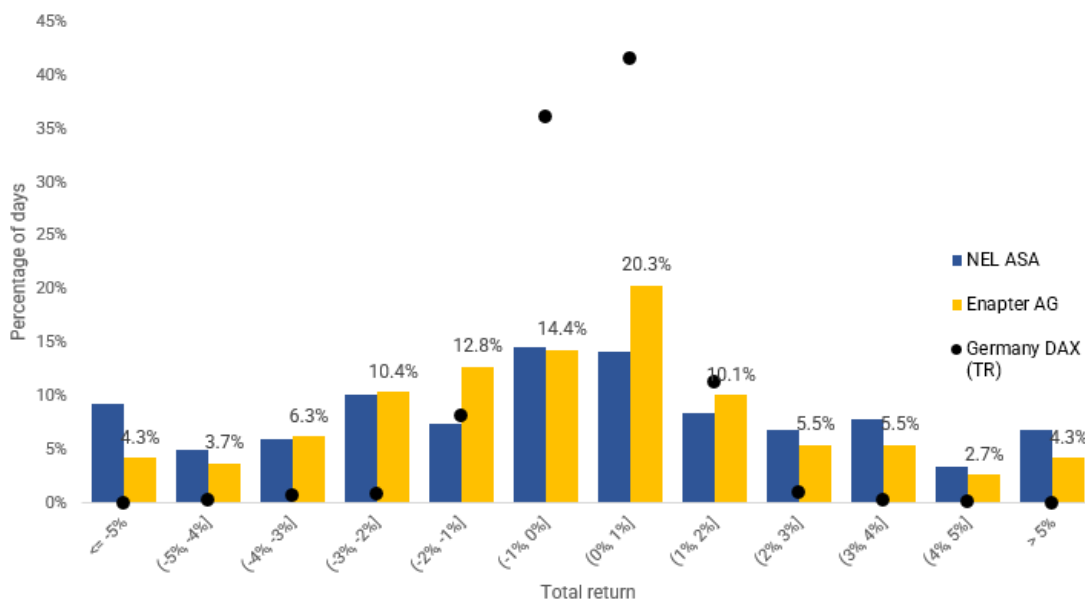
Powercell Sweden AB (publ) ist ein in Schweden ansässiges Unternehmen, das im Bereich der sauberen Energie tätig ist. Es befasst sich mit der Entwicklung, der Herstellung und dem Vertrieb von Energiesystemen mit Brennstoffzellen- und Reformertechnologie. Die Systeme verarbeiten sowohl fossile als auch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

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

Risiko

Das Diagramm zeigt die **Verteilung der täglichen Renditen von Enapter AG** über die letzten 3 Jahre, verglichen mit der gleichen Verteilung für NEL ASA. Wir haben auch die Verteilung für den Index Germany DAX (TR) einbezogen. Die Verteilung vermittelt ein besseres Verständnis des Risikos als Messgrößen wie die Volatilität, bei denen davon ausgegangen wird, dass die Log-Renditen normal verteilt sind. In Wirklichkeit sind sie schief (Abwärtsbewegungen sind größer) und haben überschüssige Kurtosis (große Bewegungen treten häufiger auf als bei der Normalverteilung). Außerdem werden bei der Volatilität Aufwärts- und Abwärtsbewegungen gleich behandelt, während sich die Anleger mehr Sorgen um Abwärtsbewegungen machen. Für Enapter AG war der schlechteste Tag in den letzten 3 Jahren der 19.03.2024 mit einem Kursrückgang von -12,0%. Der beste Tag war der 23.10.2025, als der Aktienkurs um 24,6% stieg.

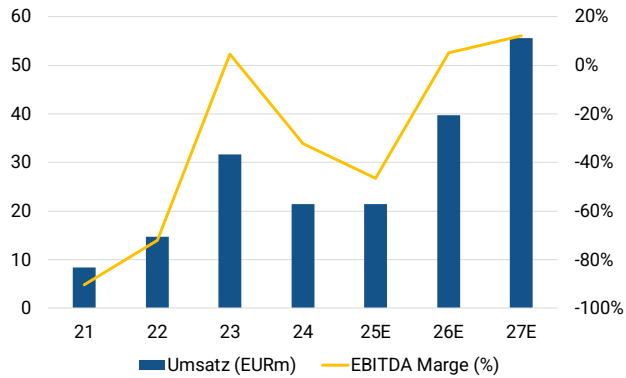
Risiko – Tägliche Renditeverteilung (nach 3 Jahren)



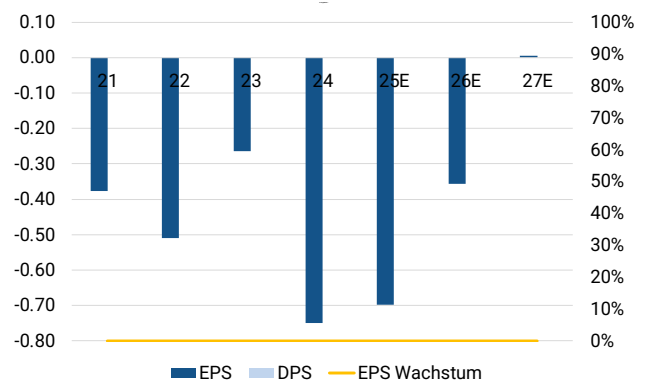
Quelle: FactSet, mwb research

Finanzkennzahlen in sechs Grafiken

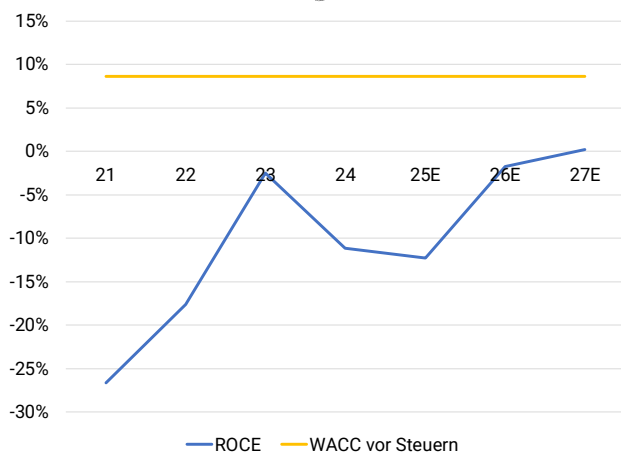
Umsatz vs. EBITDA-Margen-Entwicklung



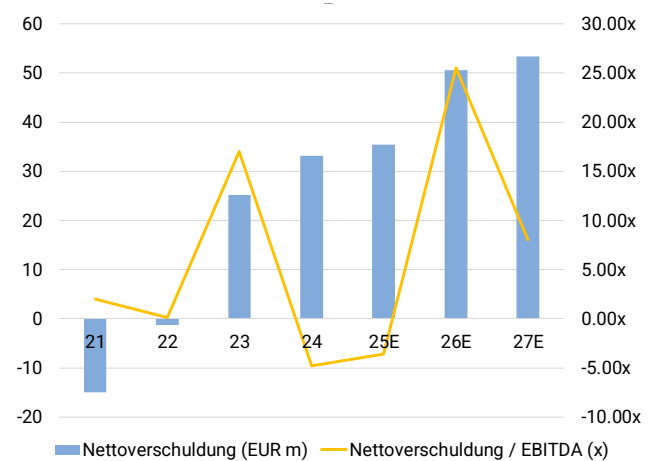
EPS, DPS in EUR & yoy EPS Wachstum



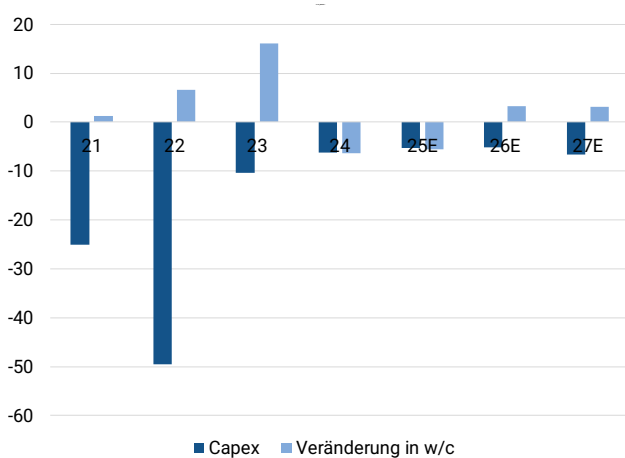
ROCE vs. WACC (vor Steuern)



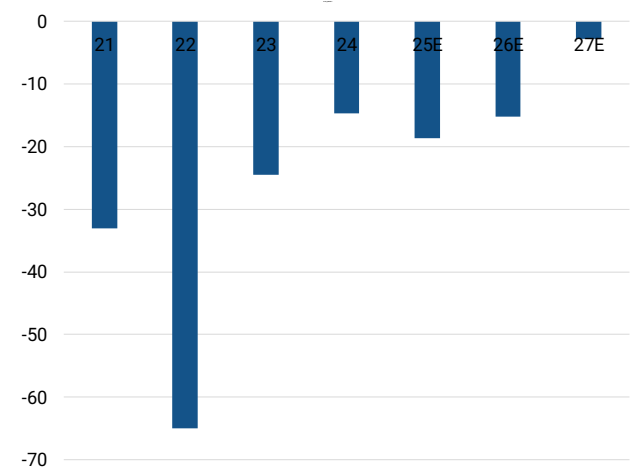
Nettoverschuldung und NV/EBITDA



Capex & w/c Anforderungen in EURm



Free Cash Flow in EURm



Quelle: Company data; mwb research

Finanzkennzahlen

Gewinn und Verlustrechnung (Mio. EUR)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Nettoumsatz	14,7	31,6	21,4	21,4	39,7	55,5
Umsatzwachstum	73,8%	115,4%	-32,2%	0,0%	85,0%	40,0%
Änderung der (un-)Fertigerzeugnisse	0,5	2,1	-2,1	0,0	0,0	0,0
Gesamumsatz	15,2	33,7	19,3	21,4	39,7	55,5
Materialaufwendungen	12,0	13,0	12,7	12,9	23,8	32,8
Bruttogewinn	3,2	20,7	6,6	8,6	15,9	22,8
Sonstige betriebliche Erträge	9,2	8,2	7,9	4,0	7,9	3,9
Personalaufwendungen	14,3	13,6	11,7	11,8	11,9	11,1
Sonstige betriebliche Aufwendungen	8,6	13,9	9,7	10,7	9,9	8,9
EBITDA	-10,6	1,5	-6,9	-10,0	2,0	6,7
Abschreibung	2,3	4,2	6,0	4,7	4,3	6,4
EBITA	-12,9	-2,7	-12,9	-14,6	-2,3	0,3
Goodwill Abschreibung und immat. Vermögenswerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	-12,9	-2,7	-12,9	-14,6	-2,3	0,3
Finanzergebnis	-0,1	-3,6	-7,9	-5,7	-7,2	0,0
Wiederkehrender Gewinn vor Steuern	-13,0	-6,3	-20,9	-20,3	-9,5	0,3
Ausserordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gewinn vor Steuern	-13,0	-6,3	-20,9	-20,3	-9,5	0,3
Steuern	0,0	0,9	-0,2	2,0	1,9	0,1
Reingewinn aus fortgeführten Geschäften	-13,0	-7,2	-20,7	-22,4	-11,4	0,2
Ergebnis aus aufgegebenen Geschäftsbereichen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	-13,0	-7,2	-20,7	-22,4	-11,4	0,2
Minderheitsbeteiligung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss (berichtet)	-13,0	-7,2	-20,7	-22,4	-11,4	0,2
Durchschnittliche Anzahl von Aktien	25,51	27,20	27,64	32,07	32,07	32,07
Gewinn pro Aktie (berichtet)	-0,51	-0,26	-0,75	-0,70	-0,36	0,01

Gewinn & Verlustrechnung (common size)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Nettoumsatz	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Änderung der (un-)Fertigerzeugnisse	4%	7%	-10%	0%	0%	0%
Gesamumsatz	104%	107%	90%	100%	100%	100%
Materialaufwendungen	82%	41%	59%	60%	60%	59%
Bruttogewinn	22%	66%	31%	40%	40%	41%
Sonstige betriebliche Erträge	63%	26%	37%	18%	20%	7%
Personalaufwendungen	97%	43%	55%	55%	30%	20%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	59%	44%	45%	50%	25%	16%
EBITDA	-72%	5%	-32%	-47%	5%	12%
Abschreibung	16%	13%	28%	22%	11%	12%
EBITA	-88%	-8%	-60%	-68%	-6%	0%
Goodwill Abschreibung und immat. Vermögenswerte	0%	0%	0%	0%	0%	0%
EBIT	-88%	-8%	-60%	-68%	-6%	0%
Finanzergebnis	-1%	-11%	-37%	-27%	-18%	0%
Wiederkehrender Gewinn vor Steuern	-88%	-20%	-97%	-95%	-24%	0%
Ausserordentliches Ergebnis	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Gewinn vor Steuern	-88%	-20%	-97%	-95%	-24%	0%
Steuern	0%	3%	-1%	9%	5%	0%
Reingewinn aus fortgeführten Geschäften	-88%	-23%	-97%	-104%	-29%	0%
Ergebnis aus aufgegebenen Geschäftsbereichen	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Jahresüberschuss	-88%	-23%	-97%	-104%	-29%	0%
Minderheitsbeteiligung	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Jahresüberschuss (berichtet)	-88%	-23%	-97%	-104%	-29%	0%

Quelle: Unternehmensangaben; mwb research

Bilanz (in EUR Mio.)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Immaterielle Vermögenswerte	10,3	12,0	14,4	15,5	16,6	17,8
Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Grundstücke, Anlagen und Ausrüstung	68,8	72,9	71,8	71,4	71,1	70,2
Finanzielle Vermögenswerte	1,2	1,8	0,8	0,8	0,8	0,8
ANLAGEVERMÖGENEN	80,2	86,6	86,9	87,6	88,5	88,8
Vorräte	8,4	11,3	8,8	7,0	9,8	13,5
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	9,7	23,3	37,3	17,6	16,3	19,8
Sonstiges Umlaufvermögen	0,2	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6
Barmittel	5,1	14,6	4,6	29,5	29,4	56,6
Latente Steuern	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rechnungsabgrenzungsposten	4,2	0,0	0,0	3,2	5,9	8,3
UMLAUFVERMÖGEN	27,6	54,8	56,3	63,0	67,0	103,7
AKTIVA	107,8	141,4	143,2	150,6	155,5	192,5
EIGENKAPITAL	86,5	80,3	66,4	60,4	49,0	49,2
MINDERHEITSBETEILIGUNG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Langfristige Schulden	2,8	38,7	32,9	45,0	60,0	80,0
Rückstellungen für Pensionen	0,0	0,8	0,9	0,0	0,0	0,0
Andere Rückstellungen	2,4	2,1	3,9	3,6	4,0	4,4
Langfristige Verbindlichkeiten	5,3	41,5	37,6	48,6	64,0	84,4
kurzfristige Verbindlichkeiten gegenüber Banken	1,0	1,1	4,9	20,0	20,0	30,0
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	11,2	5,5	7,5	11,3	7,2	9,9
Anzahlungen	0,3	0,7	0,0	4,3	4,8	4,4
Sonstige Verbindlichkeiten	1,5	11,4	23,1	5,4	9,9	13,9
Latente Steuern	0,0	0,9	0,7	0,7	0,7	0,7
Passive Rechnungsabgrenzung	2,1	0,0	2,9	0,0	0,0	0,0
Kurzfristige Verbindlichkeiten	16,1	19,6	39,2	41,6	42,5	58,9
PASSIVA	107,8	141,4	143,2	150,6	155,5	192,5

Bilanz (common size)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Immaterielle Vermögenswerte	10%	8%	10%	10%	11%	9%
Goodwill	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Grundstücke, Anlagen und Ausrüstung	64%	52%	50%	47%	46%	36%
Finanzielle Vermögenswerte	1%	1%	1%	1%	1%	0%
ANLAGEVERMÖGENEN	74%	61%	61%	58%	57%	46%
Vorräte	8%	8%	6%	5%	6%	7%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	9%	16%	26%	12%	10%	10%
Sonstiges Umlaufvermögen	0%	4%	4%	4%	4%	3%
Barmittel	5%	10%	3%	20%	19%	29%
Latente Steuern	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Rechnungsabgrenzungsposten	4%	0%	0%	2%	4%	4%
UMLAUFVERMÖGEN	26%	39%	39%	42%	43%	54%
AKTIVA	100%	100%	100%	100%	100%	100%
EIGENKAPITAL	80%	57%	46%	40%	31%	26%
MINDERHEITSBETEILIGUNG	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Langfristige Schulden	3%	27%	23%	30%	39%	42%
Rückstellungen für Pensionen und ähnliche Verpflichtungen	0%	1%	1%	0%	0%	0%
Andere Rückstellungen	2%	1%	3%	2%	3%	2%
Langfristige Verbindlichkeiten	5%	29%	26%	32%	41%	44%
kurzfristige Verbindlichkeiten gegenüber Banken	1%	1%	3%	13%	13%	16%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	10%	4%	5%	7%	5%	5%
Anzahlungen	0%	1%	0%	3%	3%	2%
Sonstige Verbindlichkeiten	1%	8%	16%	4%	6%	7%
Latente Steuern	0%	1%	0%	0%	0%	0%
Passive Rechnungsabgrenzung	2%	0%	2%	0%	0%	0%
Kurzfristige Verbindlichkeiten	15%	14%	27%	28%	27%	31%
PASSIVA	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Quelle: Unternehmensangaben; mwb research

Kapitalflussrechnung (EUR Mio.)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Jahresüberschuss/Verlust	-13,0	-7,2	-20,7	-22,4	-11,4	0,2
Abschreibung von Anlagevermögen (inkl. Leasing)	2,3	4,2	6,0	4,7	4,3	6,4
Abschreibung von Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Abschreibung immaterieller Vermögenswerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige	1,8	5,0	-0,2	-1,1	0,3	0,5
Operativer Cash Flow vor Veränderungen des w/c	-8,9	2,0	-14,9	-18,8	-6,8	7,1
Veränderung des Bestands	-4,8	-2,9	2,5	1,8	-2,7	-3,7
Veränderung der Lieferung und Leistungen	-6,1	-14,8	-14,0	19,7	1,3	-3,5
Veränderung der Verbindlichkeiten aus LuL	4,5	0,7	18,3	3,7	-4,1	2,7
Veränderung anderer Positionen des Working Capital	-0,1	0,9	-0,4	-19,6	2,3	1,3
Erhöhung/Verminderung des Working Capital	-6,5	-16,0	6,4	5,6	-3,2	-3,2
Mittelfluss aus betrieblichen Aktivitäten	-15,5	-14,1	-8,5	-13,3	-10,0	3,9
CAPEX	-49,5	-10,4	-6,2	-5,4	-5,2	-6,7
Zahlungen für Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzielle Investitionen	-0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Einkommen aus Anlagenverkäufen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Mittelfluss aus Investitionstätigkeiten	-49,5	-10,4	-6,2	-5,4	-5,2	-6,7
Mittelfluss vor Finanzierung	-65,0	-24,5	-14,7	-18,6	-15,2	-2,8
Zunahme/Abnahme der Schuldenposition	-0,8	34,0	-2,6	27,3	15,0	30,0
Kauf eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	53,0	0,0	8,0	16,3	0,0	0,0
Dividendenzahlungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige	-1,8	0,0	-0,8	0,0	0,0	0,0
Auswirkungen von Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Mittelfluss aus Finanzierungsaktivitäten	50,4	34,0	4,7	43,6	15,0	30,0
Zunahme/Abnahme der flüssigen Mittel	-14,5	9,5	-10,0	25,0	-0,2	27,2
Flüssige Mittel am Ende der Periode	5,1	14,6	4,6	29,5	29,4	56,6

Quelle: Unternehmensangaben; mwb research

Regionale Umsatzverteilung (EUR Mio.)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Deutschland	7,8	11,3	4,4	4,4	8,1	11,3
Europa (ex Deutschland)	2,7	17,1	4,0	4,0	7,4	10,4
Amerika	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Asien	2,4	0,0	9,7	9,7	17,9	25,1
Rest der Welt	1,4	3,2	3,7	3,7	6,8	9,5
Gesamtumsatz	14,7	31,6	21,4	21,4	39,7	55,5

Regionale Umsatzverteilung (common size)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Deutschland	52,9%	35,7%	20,4%	20,4%	20,4%	20,4%
Europa (ex Deutschland)	18,3%	54,2%	18,7%	18,7%	18,7%	18,7%
Amerika	3,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Asien	16,1%	0,0%	45,1%	45,1%	45,1%	45,1%
Rest der Welt	9,6%	10,1%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%
Gesamtumsatz	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Quelle: Unternehmensangaben; mwb research

Kennzahlen	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Daten pro Aktie						
Ergebnis pro Aktie (berichtet)	-0,51	-0,26	-0,75	-0,70	-0,36	0,01
Cash Flow pro Aktie	-0,70	-0,67	-0,52	-0,56	-0,45	-0,08
Buchwert pro Aktie	3,39	2,95	2,40	1,88	1,53	1,53
Dividende pro Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Bewertung						
KGv	-3,7x	-7,1x	-2,5x	-2,7x	-5,2x	297,2x
Kurs/CF	-2,7x	-2,8x	-3,5x	-3,3x	-4,2x	-23,7x
Preis/Buchwert	0,5x	0,6x	0,8x	1,0x	1,2x	1,2x
Dividendenrendite (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
FCF-Rendite (%)	-37,4%	-36,1%	-28,2%	-30,0%	-24,0%	-4,2%
Unternehmenswert/Umsatz	4,0x	2,7x	4,4x	4,4x	2,8x	2,0x
Unternehmenswert/EBITDA	-5,5x	57,7x	-13,5x	-9,5x	55,6x	17,0x
Unternehmenswert/EBIT	-4,5x	-31,9x	-7,2x	-6,5x	-48,0x	423,4x
G&V (EUR Mio.)						
Umsatz	14,7	31,6	21,4	21,4	39,7	55,5
Wachstum Veränderung (%)	73,8%	115,4%	-32,2%	0,0%	85,0%	40,0%
Rohertrag	3,2	20,7	6,6	8,6	15,9	22,8
Rohertragsmarge (%)	21,7%	65,6%	30,9%	40,0%	40,0%	41,0%
EBITDA	-10,6	1,5	-6,9	-10,0	2,0	6,7
EBITDA Marge (%)	-72,1%	4,7%	-32,3%	-46,5%	5,0%	12,0%
EBIT	-12,9	-2,7	-12,9	-14,6	-2,3	0,3
EBIT Marge (%)	-87,6%	-8,5%	-60,4%	-68,3%	-5,8%	0,5%
Jahresüberschuss	-13,0	-7,2	-20,7	-22,4	-11,4	0,2
Kapitalflussrechnung						
Operativer Cashflow	-15,5	-14,1	-8,5	-13,3	-10,0	3,9
Investitionen	-49,5	-10,4	-6,2	-5,4	-5,2	-6,7
Erhaltungsinvestitionen	2,3	4,2	6,0	4,7	4,3	6,4
Freier Cash Flow	-65,0	-24,5	-14,7	-18,6	-15,2	-2,8
Bilanz (EUR Mio.)						
Immaterielle Vermögenswerte	10,3	12,0	14,4	15,5	16,6	17,8
Materielle Vermögensgegenstände	68,8	72,9	71,8	71,4	71,1	70,2
Eigenkapital	86,5	80,3	66,4	60,4	49,0	49,2
Pensionsrückstellungen	0,0	0,8	0,9	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten und Rückstellungen	6,3	42,7	42,5	68,6	84,0	114,4
Netto-Finanzverbindlichkeiten	-1,2	25,2	33,2	35,5	50,6	53,4
w/c Anforderungen	6,6	28,3	38,6	9,1	14,1	18,9
Kennzahlen						
Eigenkapitalrendite (ROE)	-15,0%	-8,9%	-31,2%	-37,1%	-23,3%	0,4%
Rendite auf das eingesetzte Kapital (ROCE)	-13,9%	-2,2%	-11,9%	-11,3%	-1,7%	0,2%
Nettoverschuldung	-1,4%	31,4%	49,9%	58,8%	103,4%	108,7%
Nettoverschuldung / EBITDA	0,1x	17,0x	-4,8x	-3,6x	25,5x	8,0x

Quelle: Unternehmensangaben; mwb research

Interessenskonflikte

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

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

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

Unternehmen	Disclosure
Enapter AG	2, 8

Haftungsausschluss

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

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

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

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

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

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

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

Die mwb research AG verwendet für die analysierten Unternehmen das folgende dreistufige Ratingsystem:

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

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

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

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

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

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

5. Datum und Zeitpunkt der ersten Veröffentlichung dieser Finanzanalyse:
18-Dec-25 08:36:38

6. Risikohinweise

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

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

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

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

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

Kontakt

mwb research AG
Mittelweg 142
20148 Hamburg
Germany

Tel.: +49 40 309 293-52
Email.: contact@mwb-research.com
Webseite: www.mwb-research.com
Research: www.research-hub.de

Research

HARALD HOF
Senior Analyst
Tel: +49 40 309 293-53
E-Mail: h.hof@mwb-research.com

LEON MÜHLENBRUCH
Analyst
Tel: +49 40 309 293-57
E-Mail: l.muehlenbruch@mwb-research.com

ABED JARAD
Analyst
Tel: +49 40 309 293-54
E-Mail: a.jarad@mwb-research.com

JENS-PETER RIECK
Analyst
Tel: +49 40 309 293-54
E-Mail: jp.riek@mwb-research.com

THOMAS WISSLER
Senior Analyst
Tel: +49 40 309 293-58
E-Mail: t.wissler@mwb-research.com

DR. OLIVER WOJAHN, CFA
Senior Analyst
Tel: +49 40 309 293-55
E-Mail: o.wojahn@mwb-research.com

ALEXANDER ZIENKOWICZ
Senior Analyst
Tel: +49 40 309 293-56
E-Mail: a.zienkowicz@mwb-research.com

Sales

HOLGER NASS
Head of Sales
Tel: +49 40 309 293-52
E-Mail: h.nass@mwb-research.com

Team Assistant

HANNAH GABERT
Team Assistant
Tel: +49 40 309 293-52
E-Mail: h.gabert@mwb-research.com

mwb fairtrade
Wertpapierhandelsbank AG
Rottenbucher Straße 28
82166 Gräfelfing

Tel: +49 89 85852-0
Fax: +49 89 85852-505
Webseite: www.mwbfairtrade.com
E-Mail: info@mwbfairtrade.com

Sales / Designated Sponsoring /Corporate Finance

KAI JORDAN
Corporates & Markets
Tel: +49 40 36 0995-22
E-Mail: kjordan@mwbfairtrade.com

SASCHA GUENON
Head of Designated Sponsoring
Tel: +49 40 360 995-23
E-Mail: sguenon@mwbfairtrade.com

JAN NEYNABER
Institutional Sales
Tel: +49 69 1387-1255
E-Mail: jneynaber@mwbfairtrade.com

DIRK WEYERHÄUSER
Corporate Finance
Tel: +49 69 1387-1250
E-Mail: dweyerhaeuser@mwbfairtrade.com

Standorte

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

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

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

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

BERLIN
Kurfürstendamm 151
10709 Berlin

HANNOVER
An der Börse 2
30159 Hannover

Unser Research ist abrufbar unter:

ResearchHub
Bloomberg
FactSet
Thomson Reuters / Refinitiv
CapitalIQ

www.research-hub.de
www.bloomberg.com
www.factset.com
www.refinitiv.com
www.capitaliq.com