

# Enapter AG

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

Vorläufige 2025 KPIs

## BEWERTUNG

### KURSZIEL

Aufwärtspotenzial  
 Risikobewertung

## BUY

€ 1,90

40,2%  
 High

## EINMALAUFWENDUNGEN BELASTEN 2025 EBITDA

Enapter hat vorläufige KPIs für 2025 veröffentlicht. Der Umsatz lag am oberen Ende der Guidance von €20 Mio. bis €22 Mio. und übertraf unsere Prognose um 10%. Das EBITDA von €-18,1 Mio. blieb jedoch deutlich unter der EBITDA-Guidance von €-9 Mio. bis €-10 Mio. und unserer Prognose von €-10 Mio., hauptsächlich aufgrund zweier Einmalaufwendungen. Der Auftragsbestand sank im Jahresvergleich um ca. 16% auf €36 Mio., bildet aber weiterhin eine solide Basis für ein starkes Umsatzwachstum, da das Management €29 Mio. des Auftragsbestands im laufenden Jahr verumsatzen möchte. Der Krieg der USA/Israel gegen den Iran inklusive der weitgehenden Schließung der Straße von Hormus führt zu einer hohen globalen makroökonomischen Unsicherheit. Stark steigende Öl- und Erdgaspreise bergen Inflations- und Rezessionsrisiken. Eine erhebliche Beeinträchtigung der globalen Lieferketten ist möglich. Dies und der niedrige Auftragseingang im Jahr 2025 veranlassen uns, unsere Schätzungen zu reduzieren. Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt ein neues Kursziel von €1,90 (zuvor: €2,30). Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung (Aufwärtspotenzial: 40%).

**Einmalaufwendungen belasten das 2025 EBITDA** Der Umsatz stieg im Jahresvergleich um 3% auf €22,1 Mio. (vgl. Abbildung 1 auf der nächsten Seite). Das EBITDA lag bei €-18,1 Mio. und damit unter der Guidance und unserer Prognose. Dies ist hauptsächlich auf Wertminderungen von Forderungen in Höhe von ca. €3 Mio. und Aufwendungen in Höhe von ca. €4,5 Mio. im Zusammenhang mit dem Tausch bereits gelieferter Stacks zurückzuführen. Ein Kunde hatte ursprünglich kleine Stacks bestellt und Enapter nach der Vorstellung des neuen größeren und leistungsfähigeren Stack T im letzten Jahr gebeten, die kleinen Stacks bei einem Projekt, das sich verzögert hat, gegen die neuen Stacks auszutauschen. Wir gehen davon aus, dass dies im laufenden Jahr zu einem entsprechenden Ersatzumsatz für Enapter führt.

(b.w.)

## FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Umsatz (€ Mio.)	14,7	31,6	21,4	22,1	35,3	53,0
Jährliches Wachstum	73,8%	115,4%	-32,2%	3,1%	59,7%	50,0%
EBIT (€ Mio.)	-12,9	-2,7	-12,9	-24,1	-8,7	-1,8
EBIT-Marge	-87,6%	-8,5%	-60,4%	-109,0%	-24,6%	-3,3%
Jahresübers. (€ Mio.)	-13,0	-7,2	-20,7	-30,1	-13,2	-4,1
EPS (verwässert) (€)	-0,51	-0,26	-0,76	-1,00	-0,37	-0,11
DPS (€)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF (€ Mio.)	-64,9	-24,5	-14,7	-16,3	-2,5	-0,6
Nettoverschuldungsgrad	-2,1%	30,6%	49,0%	97,9%	88,7%	100,7%
Liquide Mittel (€ Mio.)	5,1	14,6	4,6	0,3	2,4	4,7

## 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.

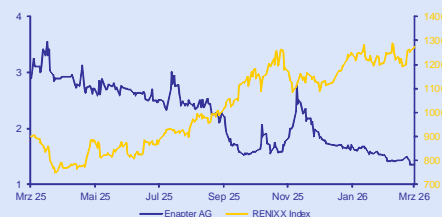
## HANDELSDATEN

Stand: 17. Mrz 2026

Schlusskurs	€ 1,36
Aktien im Umlauf	32,07 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 43,46 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 1,35 / 3,55
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	21.130

Multiples	2024	2025E	2026E
KGV	n.a.	n.a.	n.a.
EV/Sales	3,4	3,3	2,1
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	24,2%
Svelland Global Trading Master	19,2%
CVI Investments	15,4%
Other Investors	21,8%
Free Float	19,5%

### Abbildung 1: Berichtete Zahlen versus Schätzungen

Alle Zahlen in € Mio.	2025A	2025E	Delta	2024A	Delta	Guidance
Umsatz	22,1	20,2	10%	21,4	3%	20 to 22
EBITDA	-18,1	-10,0	-	-6,9	-	-9 to -10

Quelle: First Berlin Equity Research, Enapter AG

**Der rückläufige Auftragsbestand reicht weiterhin für starkes Wachstum aus** Ende 2025 belief sich der Auftragsbestand auf ca. €36 Mio. (Ende 2024: ca. €43 Mio., -16% J/J). Das Management rechnet damit, €29 Mio. davon im Jahr 2026 zu realisieren. Diese Umsätze, die oben erwähnten Einnahmen aus dem Stack-Austausch und die erwartete Verumsatzung einiger im ersten Quartal 2026 eingegangener Aufträge bilden die Grundlage für unsere neue Umsatzprognose.

**Deutlich schwächerer Auftragseingang** Angesichts der €22 Mio. Umsatz im Jahr 2025 lässt sich der Auftragseingang für 2025 grob auf unter €15 Mio. schätzen. Dies liegt weit unter dem Auftragseingang von €50 Mio. im Jahr 2024 und entspricht dem allgemein schwachen Auftragseingang im Elektrolysesektor.

**China dürfte sich zum wichtigsten Wachstumsmarkt für Enapter entwickeln** Mit seinem neuen Fünfjahresplan will China den Ausbau der Wasserstoffproduktion beschleunigen. Das Land möchte die grüne Wasserstoffindustrie fördern und die Wertschöpfungskette auf grünes Ammoniak, Methanol und nachhaltige Flugkraftstoffe ausweiten. Darüber hinaus plant es, den Einsatz von Wasserstoff in den Bereichen Transport, Energieerzeugung und Industrie zu erweitern. Chinesische Unternehmen reagieren offenbar schnell auf die Prioritäten des neuen Fünfjahresplans. Das Management von Enapter berichtete, kürzlich zahlreiche chinesische Unternehmen getroffen und intensive Gespräche mit potenziellen Kunden geführt zu haben. Wir erwarten erste Vertragsabschlüsse im ersten Halbjahr 2026. Enapter baut im Joint Venture mit Wolong AEM-Elektrolyseure in China und verfügt über das Joint Venture und den starken Partner Wolong über einen guten Marktzugang.

**USA: angeschlagen, aber nicht besiegt** Obwohl die Trump-Administration nicht hilfreich ist für das grüne Wasserstoffgeschäft, bleiben die USA ein sehr großer Wasserstoffmarkt. Die Tatsache, dass Enapter kürzlich einen neuen globalen Kernpartner in den USA gewinnen konnte, zeigt, dass dort weiterhin Geschäfte möglich sind. Der neue Core Partner – Enapters fünfter – ist die US-amerikanische Pneumatic & Hydraulic Company LLC, die über ihre Wasserstoffsparte Total Hydrogen Solutions (THS) tätig ist. THS plant, Elektrolysesysteme unter eigener Marke auf Basis von Enapter AEM-Stacks zu realisieren. Das Unternehmen nutzt die Technologie von Enapter bereits zur Lkw-Betankung in Kanada und zur CO<sub>2</sub>/Wasserstoff-zu-Ethanol-Produktion in Virginia. THS plant, seine Wasserstoffaktivitäten in den kommenden Jahren deutlich auszubauen und strebt kurzfristig die Realisierung von Projekten im Multi-Megawatt-Bereich an. Mit THS hat Enapter einen starken Industriepartner für den US-amerikanischen, kanadischen und südamerikanischen Markt gewonnen.

**Hoher Erdgaspreis macht grünen Wasserstoff deutlich attraktiver** Fossiler („grauer“) Wasserstoff wird zumeist durch die Reformierung von Erdgas gewonnen. Mit dem starken Anstieg des Erdgaspreises um 63% von 32 auf 52 €/MWh seit Kriegsbeginn steigt auch der Preis für Erdgas-basierten Wasserstoff. Dagegen hat sich die Kostenbasis für mit Grünstrom hergestellten grünen Wasserstoff nicht geändert.



**Prognosen gesenkt** Aufgrund des schwachen Auftragseingangs und erhöhter makroökonomischer Risiken haben wir unsere Prognosen gesenkt. Wir erwarten für Enapter nunmehr einen Umsatz von €35 Mio. im Jahr 2026E (bisher: €45 Mio., siehe Abbildung 2).

#### Abbildung 2: Anpassung der Schätzungen

Alle Zahlen in € Mio.	2025E			2026E			2027E		
	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta
Umsatz	20,2	22,1	9%	45,3	35,3	-22%	63,4	53,0	-16%
EBITDA	-10,0	-18,1	-	-0,9	-2,8	-	5,7	3,7	-35%
Marge	-49,5%	-81,9%	-	-2,0%	-8,0%	-	9,0%	7,0%	-
EBIT	-16,0	-24,1	-	-6,6	-8,7	-	0,1	-1,8	-
Marge	-79,2%	-109,0%	-	-14,6%	-24,6%	-	0,2%	-3,3%	-
Nettoergebnis	-21,9	-30,1	-	-11,1	-13,2	-	-2,2	-4,1	-
Marge	-108,4%	-136,1%	-	-24,5%	-37,3%	-	-3,5%	-7,7%	-
GPA (verw ässert, in €)	-0,73	-1,00	-	-0,38	-0,37	-	-0,09	-0,11	-

Quelle: First Berlin Equity Research

**Kaufempfehlung bei niedrigerem Kursziel bestätigt** Ein aktualisiertes DCF-Modell, das die niedrigeren Prognosen und eine höhere WACC-Schätzung berücksichtigt (der risikofreie Zinssatz ist seit unserer letzten Veröffentlichung von 2,7% auf 2,9% gestiegen), ergibt ein neues Kursziel von €1,90 (zuvor: €2,30). Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung.



## BEWERTUNGSMODELL

DCF Bewertungsmodell*								
Alle Angaben in Tsd EUR	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
<b>Nettoumsatz</b>	<b>22.100</b>	<b>35.300</b>	<b>52.950</b>	<b>70.424</b>	<b>92.241</b>	<b>118.656</b>	<b>149.689</b>	<b>184.980</b>
<b>NOPLAT</b>	<b>-24.376</b>	<b>-8.817</b>	<b>-1.813</b>	<b>4.360</b>	<b>9.040</b>	<b>11.129</b>	<b>11.777</b>	<b>14.982</b>
+ Abschreibungen	5.982	5.858	5.479	5.115	4.861	4.772	4.807	4.933
= Operativer Cashflow (netto)	-18.394	-2.958	3.666	9.475	13.901	15.900	16.584	19.915
- Gesamte Investitionen (Capex, WC, Sonstiges)	7.799	4.826	-2.019	-6.243	-9.725	-11.579	-13.404	-15.053
Capex	-5.967	-3.883	-3.707	-4.085	-5.023	-6.041	-7.090	-8.105
Working Capital	13.766	8.709	1.688	-2.159	-4.702	-5.539	-6.315	-6.948
Sonstiges	0	0	0	0	0	0	0	0
= Freier Cashflow (FCF)	-10.595	1.868	1.647	3.232	4.176	4.321	3.180	4.861
<b>GW der FCFs</b>	<b>-10.595</b>	<b>1.673</b>	<b>1.284</b>	<b>2.192</b>	<b>2.464</b>	<b>2.218</b>	<b>1.421</b>	<b>1.889</b>

in Tsd EUR	
GWs der FCFs explizite Periode (2025E-2039E)	32.641
GWs der FCFs in der Terminalperiode	55.053
Unternehmenswert (EV)	87.694
+ Nettokasse / - Nettverbindlichkeiten (p. f.)	-16.867
+ Investitionen / Anteile Dritter	-2
Shareholder Value	70.824
Verwässerte Aktienanzahl	38.148
<b>Fairer Wert in €</b>	<b>1,86</b>

Terminales Wachstum	4,0%
Terminale EBIT-Marge	14,5%

WACC		Umsatzwachstum in der Terminalperiode						
		2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%	5,0%	5,5%
11,9%	Eigenkapitalkosten	3,17	3,29	3,43	3,59	3,77	3,97	4,21
12,9%	Fremdkapitalkosten (vor Steuern)	2,57	2,65	2,75	2,86	2,98	3,12	3,27
13,9%	Normaler Steuersatz	2,09	2,15	2,22	2,30	2,38	2,48	2,59
14,9%	Fremdkapitalkosten (nach Steuern)	1,70	1,75	1,80	<b>1,86</b>	1,92	1,99	2,06
15,9%	EK- Anteil	1,39	1,42	1,46	1,50	1,55	1,60	1,65
16,9%	FK- Anteil	1,13	1,15	1,18	1,21	1,25	1,28	1,32
17,9%	Kursziel in €	0,91	0,93	0,95	0,98	1,00	1,03	1,06

\* 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
<b>Umsatz</b>	<b>14.671</b>	<b>31.605</b>	<b>21.438</b>	<b>22.100</b>	<b>35.300</b>	<b>52.950</b>
Bestandsveränderungen	525	2.078	-2.106	0	0	0
Andere aktivierte Eigenleistungen	6.383	4.076	3.380	1.326	1.412	1.589
<b>Gesamtleistung</b>	<b>15.197</b>	<b>33.683</b>	<b>19.332</b>	<b>22.100</b>	<b>35.300</b>	<b>52.950</b>
Herstellungskosten	12.013	12.961	12.700	14.807	23.651	34.418
<b>Bruttogewinn (Umsatz ./. Herstkosten)</b>	<b>3.184</b>	<b>20.722</b>	<b>6.632</b>	<b>7.293</b>	<b>11.649</b>	<b>18.533</b>
Personalkosten	14.300	13.561	11.730	11.207	11.900	12.179
Sonstige betriebliche Erträge	2.799	4.116	4.522	2.652	2.824	3.177
Sonstige betriebliche Aufwendungen	8.648	13.867	9.737	18.160	6.813	7.413
<b>EBITDA</b>	<b>-10.582</b>	<b>1.485</b>	<b>-6.933</b>	<b>-18.096</b>	<b>-2.828</b>	<b>3.707</b>
Abschreibungen & Amortisation	2.276	4.168	6.014	5.982	5.858	5.479
<b>EBIT</b>	<b>-12.858</b>	<b>-2.683</b>	<b>-12.947</b>	<b>-24.078</b>	<b>-8.686</b>	<b>-1.773</b>
Nettofinanzergebnis	-97	-3.618	-7.942	-5.705	-4.347	-2.275
<b>EBT</b>	<b>-12.955</b>	<b>-6.301</b>	<b>-20.889</b>	<b>-29.783</b>	<b>-13.033</b>	<b>-4.048</b>
Steuern	23	864	-155	298	130	40
Minderheitsbeteiligungen	1	1	0	0	0	0
<b>Nettogewinn/ -verlust</b>	<b>-12.977</b>	<b>-7.163</b>	<b>-20.734</b>	<b>-30.081</b>	<b>-13.164</b>	<b>-4.089</b>
<b>EPS (verwässert)</b>	<b>-0,51</b>	<b>-0,26</b>	<b>-0,76</b>	<b>-1,00</b>	<b>-0,37</b>	<b>-0,11</b>
<b>Kennzahlen</b>						
Bruttomarge (auf Gesamtleistung)	21,0%	61,5%	34,3%	33,0%	33,0%	35,0%
EBITDA-Marge (EBITDA / Umsatz)	-72,1%	4,7%	-32,3%	-81,9%	-8,0%	7,0%
EBIT-Marge	-87,6%	-8,5%	-60,4%	-109,0%	-24,6%	-3,3%
Nettomarge	-88,4%	-22,7%	-96,7%	-136,1%	-37,3%	-7,7%
Steuersatz	-0,2%	-13,7%	0,7%	-1,0%	-1,0%	-1,0%
<b>Ausgaben in % vom Umsatz</b>						
Herstellungskosten	81,9%	41,0%	59,2%	67,0%	67,0%	65,0%
Personalkosten	97,5%	42,9%	54,7%	50,7%	33,7%	23,0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	58,9%	43,9%	45,4%	82,2%	19,3%	14,0%
<b>Jährliches Wachstum</b>						
Gesamtumsatz	74%	115%	-32%	3%	60%	50%
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
<b>Vermögen</b>						
<b>Umlaufvermögen, gesamt</b>	<b>27.577</b>	<b>54.778</b>	<b>56.285</b>	<b>37.970</b>	<b>30.559</b>	<b>30.346</b>
Liquide Mittel	5.071	14.589	4.568	263	2.383	4.680
Kurzfristige Investitionen	0	0	0	0	0	0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	8.014	23.269	37.298	23.614	15.474	11.605
Vorräte	8.421	11.310	8.845	8.519	7.128	8.487
Sonstige Forderungen	6.071	5.609	5.574	5.574	5.574	5.574
<b>Anlagevermögen, gesamt</b>	<b>80.237</b>	<b>86.631</b>	<b>86.952</b>	<b>87.130</b>	<b>85.361</b>	<b>83.804</b>
Sachanlagen	67.900	72.902	70.878	71.049	70.328	69.455
Goodwill & Immaterielle Vermögenswerte	10.272	11.973	14.382	14.389	13.341	12.658
Nutzungsrechte	1.007	881	881	881	881	881
Sonstige Vermögenswerte	748	812	812	812	812	812
<b>Aktiva</b>	<b>107.814</b>	<b>141.408</b>	<b>143.237</b>	<b>125.100</b>	<b>115.920</b>	<b>114.151</b>
<b>Eigenkapital und Verbindlichkeiten</b>						
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt</b>	<b>16.070</b>	<b>18.745</b>	<b>39.935</b>	<b>44.994</b>	<b>42.246</b>	<b>72.945</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten (kurzfristig)	871	1.004	4.698	10.000	8.075	39.595
Leasingverbindlichkeiten	135	167	167	167	167	167
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	11.191	5.534	7.546	7.302	6.480	5.658
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
<b>Langfristige Verbindlichkeiten, gesamt</b>	<b>5.290</b>	<b>42.398</b>	<b>36.873</b>	<b>37.066</b>	<b>34.197</b>	<b>5.818</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten	2.371	38.108	32.405	32.405	29.330	734
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
<b>Anteile Dritter</b>	<b>1</b>	<b>-1</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>
<b>Eigenkapital</b>	<b>86.454</b>	<b>80.266</b>	<b>66.432</b>	<b>43.043</b>	<b>39.479</b>	<b>35.390</b>
Gezeichnetes Kapital	27.195	27.195	29.073	32.072	38.148	38.148
Kapitalrücklage	87.586	88.623	93.723	97.416	100.940	100.940
Andere Rücklagen	69	9	-71	-71	-71	-71
Eigene Aktien	0	0	0	0	0	0
Gewinnrücklagen	-28.396	-35.560	-56.296	-86.377	-99.541	-103.630
<b>Passiva</b>	<b>107.814</b>	<b>141.408</b>	<b>143.237</b>	<b>125.100</b>	<b>115.920</b>	<b>114.151</b>
<b>Kennzahlen</b>						
Current ratio (x)	1,72	2,92	1,41	0,84	0,72	0,42
Quick ratio (x)	1,19	2,32	1,19	0,65	0,55	0,30
Eigenkapitalquote	80,2%	56,8%	46,4%	34,4%	34,1%	31,0%
Nettoverbindlichkeiten	-1.830	24.522	32.534	42.142	35.022	35.650
Net Gearing	-2,1%	30,6%	49,0%	97,9%	88,7%	100,7%
Return on Equity (ROE)	-15,0%	-8,9%	-31,2%	-69,9%	-33,3%	-11,6%
Forderungsumschlag in Tagen	199	269	635	390	160	80
Vorratsumschlag in Tagen	256	319	254	210	110	90
Kreditorenlaufzeit in Tagen	340	156	217	180	100	60



## CASHFLOWRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd EUR	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>EBIT</b>	<b>-12.858</b>	<b>-2.683</b>	<b>-12.947</b>	<b>-24.078</b>	<b>-8.686</b>	<b>-1.773</b>
Abschreibungen	2.276	4.168	6.014	5.982	5.858	5.479
<b>EBITDA</b>	<b>-10.582</b>	<b>1.485</b>	<b>-6.933</b>	<b>-18.096</b>	<b>-2.828</b>	<b>3.707</b>
Veränderungen Working Capital	-6.476	-16.962	6.817	13.766	8.709	1.688
Sonstiges (Rückstellungen, Zinsen, etc.)	1.594	1.410	-8.373	-6.003	-4.478	-2.316
<b>Operativer Cashflow</b>	<b>-15.464</b>	<b>-14.067</b>	<b>-8.489</b>	<b>-10.333</b>	<b>1.403</b>	<b>3.078</b>
Investitionen in Sachanlagen	-44.989	-5.930	-1.348	-2.652	-1.765	-1.589
Investitionen in immaterielle Vermögenswerte	-4.436	-4.496	-4.869	-3.315	-2.118	-2.118
<b>Freier Cashflow</b>	<b>-64.889</b>	<b>-24.493</b>	<b>-14.706</b>	<b>-16.300</b>	<b>-2.480</b>	<b>-628</b>
Akquisitionen und Verkäufe	0	0	0	0	0	0
Andere Investitionen	-65	0	0	0	0	0
<b>Cashflow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-49.490</b>	<b>-10.426</b>	<b>-6.217</b>	<b>-5.967</b>	<b>-3.883</b>	<b>-3.707</b>
Cashflow aus FK-Finanzierung, netto	-653	34.138	-1.905	5.303	-5.000	2.925
Cashflow aus EK-Finanzierung, netto	52.998	0	8.000	6.692	9.600	0
Gezahlte Dividenden	0	0	0	0	0	0
Sonstige Finanzierung	-1.924	-127	-1.410	0	0	0
<b>Cashflow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>50.421</b>	<b>34.011</b>	<b>4.685</b>	<b>11.994</b>	<b>4.600</b>	<b>2.925</b>
FOREX & sonstige Effekte	0	0	0	0	0	0
<b>Veränderung der liquiden Mittel</b>	<b>-14.534</b>	<b>9.519</b>	<b>-10.021</b>	<b>-4.305</b>	<b>2.120</b>	<b>2.297</b>
Cash am Anfang der Periode	19.604	5.071	14.589	4.568	263	2.383
<b>Cash zum Ende der Periode</b>	<b>5.071</b>	<b>14.590</b>	<b>4.568</b>	<b>263</b>	<b>2.383</b>	<b>4.680</b>
<b>EBITDA je Aktie</b>	<b>-0,41</b>	<b>0,05</b>	<b>-0,25</b>	<b>-0,60</b>	<b>-0,08</b>	<b>0,10</b>
<b>Jährliches Wachstum</b>						
Operativer Cashflow	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	119%
Freier Cashflow	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Finanzieller Cashflow	4%	-33%	-86%	156%	-62%	-36%

## 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](mailto: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 18. März 2026 um 11:19 Uhr abgeschlossen.

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

**Copyright© 2026 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 <sup>1</sup>	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%

<sup>1</sup> 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...21	↓	↓	↓	↓
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	24. September 2025	€ 1,81	Add	€ 2,10
29	12. November 2025	€ 1,58	Buy	€ 2,30
30	Heute	€ 1,36	Buy	€ 1,90

### 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.**