Enapter AG

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

Vorläufige H1-KPIs

BEWERTUNG	**BUY**
KURSZIEL	**€ 1,30**
Aufwärtspotenzial	28,1%
Risikobewertung	High

OPERATIVE VERBESSERUNG UND BILANZBEREINIGUNG

Enapter hat vorläufige H1/26-KPIs veröffentlicht. Das Unternehmen steigerte den Umsatz um 91% auf €10,8 Mio. und verbesserte sein EBITDA von €-8,1 Mio. auf €-4,5 Mio. Allerdings erhöhte sich der operative Verlust deutlich auf €-28,5 Mio. aufgrund einer €19,8 Mio.-Abschreibung auf den Enapter Campus in Saerbeck, den das Unternehmen an Patrimonium abgibt als Gegenleistung für einen weitgehenden Schuldenerlass. Nachdem der US-Partner Clean H2 seinen Zahlungsverpflichtungen gegenüber Enapter nicht nachgekommen ist, hat Enapter die Zusammenarbeit außerordentlich gekündigt und schreibt die mit ca. €17 Mio. in der Bilanz stehende Forderung gegen Clean H2 im zweiten Halbjahr komplett ab. Damit dürfte die Bilanzbereinigung abgeschlossen sein. Wir haben unsere Schätzungen entsprechend angepasst. Ein aktualisiertes DCF-Modell, dass auch das gestiegene Zinsniveau berücksichtigt, ergibt ein neues Kursziel von €1,30 (bisher: €1,40). Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung (Kurspotenzial: 28%).

Operative Verbesserung Der gestiegene Umsatz ist ein Beleg dafür, dass Enapter ihren hohen Auftragsbestand (Ende 2025: €36 Mio.) abarbeitet und Elektrolyseure an die Kunden ausliefert. Der fast verdoppelte Umsatz führte zu einer EBITDA-Verbesserung auf €-4,5 Mio. Die eingeleitete strategische Restrukturierung (siehe dazu unser Research vom 25.8.2026) wird die Kostenbasis weiter senken und flexibler machen, und Enapter damit weiter voranbringen auf dem Weg zur Profitabilität. Hohe Abschreibungen von €24 Mio. ergaben einen operativen Verlust von €-28,5 Mio. Dies ist wesentlich auf die €19,8 Mio. Abschreibung auf Sacheinlagen (Enapter Campus in Saerbeck) zurückzuführen. Enapter gibt diesen nicht selbst genutzten Vermögenswert an den Gläubiger Patrimonium ab, der dafür im Gegenzug auf die Forderungen aus der Unternehmensanleihe (ca. €26 Mio.) verzichten soll. Dafür muss Enapter eine Abgeltung in Höhe von €5 Mio. zahlen, und Patrimonium erhält einen auf €2 Mio. begrenzten Besserungsschein. Ohne die außerordentliche Abschreibung hätte das EBIT bei €-8,7 gelegen nach €-11,1 Mio. im Vorjahr. (b.w.)

FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Umsatz (€ Mio.)	31,6	21,4	22,1	30,0	34,5	39,7
Jährliches Wachstum	115,4%	-32,2%	3,1%	35,7%	15,0%	15,0%
EBIT (€ Mio.)	-2,7	-12,9	-26,9	-54,1	0,5	2,4
EBIT-Marge	-8,5%	-60,4%	-121,9%	-180,2%	1,5%	6,1%
Jahresübers. (€ Mio.)	-7,2	-20,7	-32,2	-57,4	1,0	4,0
EPS (verwässert) (€)	-0,26	-0,75	-1,08	-1,63	0,03	0,11
DPS (€)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF (€ Mio.)	-24,5	-14,7	-13,0	-17,9	3,1	4,3
Nettoverschuldungsgrad	30,6%	49,0%	63,1%	917,7%	408,4%	90,6%
Liquide Mittel (€ Mio.)	14,6	4,6	10,0	1,1	2,1	0,8

RISIKEN

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

UNTERNEHMENSPROFIL

Enapter lässt über Partner Stacks & Elektrolyseure auf Basis ihrer patentgeschützten Aninonen-Exchange-Membrane (AEM) -Technoloige herstellen und vertreibt diese weltweit. In Pisa, Italien, produziert das Unternehmen die Elektroden für die Stacks.

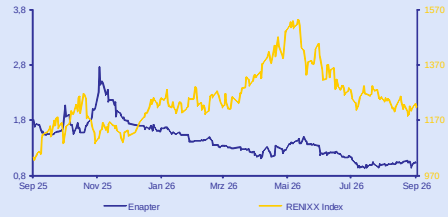
HANDELSDATEN

Stand: 23. Sep 2026

Schlusskurs	€ 1,01
Aktien im Umlauf	32,07 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 32,55 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 0,93 / 2,75
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	23.850

Multiples	**2025**	**2026E**	**2027E**
KGV	n.a.	n.a.	29,1
EV/Sales	2,8	2,1	1,8
EV/EBIT	n.a.	n.a.	124,1
Div.-Rendite	0,0%	0,0%	0,0%

KURSÜBERSICHT



UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 31. Dez 2025

Liquide Mittel	€ 9,97 Mio.
Kurzfristige Vermögenswerte	€ 36,75 Mio.
Immaterielle Vermögenswerte	€ 16,35 Mio.
Bilanzsumme	€ 141,33 Mio.
Kurzfristige Verbindlichkeiten	€ 53,79 Mio.
Eigenkapital	€ 49,24 Mio.

AKTIONÄRSSTRUKTUR

CVI Investments	28,3%
Svelland Global Trading Master	19,2%
BluGreen Company	8,9%
Other investors	21,7%
Free Float	21,9%

Analyst: Dr. Karsten von Blumenthal, Tel. +49 30 80 93 96 85

Abbildung 1: Berichtete Zahlen versus Schätzungen

Alle Zahlen in € Mio.	H1-26A	H1-26E	Delta	H1-25A	Delta
Umsatz	10,8	10,5	3%	5,6	91%
EBITDA	-4,5	-4,9	-	-8,1	-
Marge	*-41,7%*	*-46,7%*		*-143,7%*	
EBIT	-28,5	-31,4	-	-11,1	-

Quelle: First Berlin Equity Research, Enapter AG

Restrukturierung des US-Geschäfts und weitere Bilanzbereinigung Enapter hatte im Dezember 2023 mit Solar Invest International / Clean H2 eine exklusive Vertriebspartnerschaft für den US-Markt beschlossen. Nachdem die vertraglich geschuldeten Partnerschafts- und Lizenzgebühren trotz Fälligkeit nicht gezahlt worden sind, hat Enapter den Vertrag mit Clean H2 außerordentlich gekündigt und schreibt die Forderung gegen Clean H2 in Höhe von €17 Mio. komplett ab. Damit dürfte die Bereinigung der Bilanz im Wesentlichen abgeschlossen sein. Die Forderung besteht rechtlich in voller Höhe fort und wird weiterhin geltend gemacht. Enapter plant den Abschluss einer neuen Vertriebsvereinbarung mit einem anderen Kooperationspartner.

Pilotauftrag von US-Drohnenhersteller Anfang September erhielt Enapter einen Auftrag zur Lieferung von kleinen Elektrolyseuren im Wert von €0,5 Mio. zur Wasserstoffversorgung von Drohnen. Die wasserstofferzeugenden AEM-Module werden in mobilen und geländegängigen Betankungssystemen verbaut, die den benötigten Wasserstoff unmittelbar am Einsatzort erzeugen.

Kapitalerhöhung geplant Enapter plant weiterhin, noch dieses Jahr eine Kapitalerhöhung durchzuführen. Ein strategischer Investor beabsichtigt, sich an der Kapitalmaßnahme mit einem Betrag von €10 Mio. - €12 Mio. zu beteiligen. Wir haben die Kapitalerhöhung noch nicht in unserem Modell berücksichtigt, da die genauen Bedingungen noch nicht kommuniziert wurden.

Schätzungen angepasst Nach der Ankündigung Enapters, die €17 Mio. Forderung gegen Clean H2 komplett abzuschreiben, haben wir unsere Schätzungen angepasst (vgl. Abbildung 1). Dabei berücksichtigen wir, dass die Abschreibung auf den Enapter Campus mit €19,8 Mio. geringer ist als die ursprünglich von uns veranschlagten €24 Mio. Wir rechnen im laufenden Jahr nunmehr mit Abschreibungen in Höhe von €44 Mio.

Abbildung 2: Anpassung der Schätzungen

	2026E			2027E			2028E		
Alle Zahlen in € Mio.	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta
Umsatz	30,0	30,0	0%	34,5	34,5	0%	39,7	39,7	0%
EBITDA	-10,1	-10,1	-	3,8	3,8	0%	5,6	5,6	-1%
Marge	*-33,7%*	*-33,6%*		*11,0%*	*11,0%*		*14,1%*	*14,0%*	
EBIT	-41,0	-54,1	-	0,6	0,5	-16%	2,6	2,4	-6%
Marge	*-136,7%*	*-180,2%*		*1,7%*	*1,5%*		*6,5%*	*6,1%*	
Nettoergebnis	-44,2	-57,4	-	1,2	1,0	-13%	4,2	4,0	-4%
Marge	*-147,3%*	*-191,3%*		*3,5%*	*3,0%*		*10,6%*	*10,2%*	
GPA (verwässert, in €)	-1,26	-1,63	-	0,03	0,03	-8%	0,11	0,11	-4%

Quelle: First Berlin Equity Research

BEWERTUNGSMODELL

Weiterhin Kaufen bei leicht gesenktem Kursziel Ein aktualisiertes DCF-Modell, dass auch die erhöhte Verzinsung risikoloser Anleihen (10-jährige Bundesanleihe rentiert bei 3,5%) berücksichtigt, ergibt ein neues Kursziel von €1,30 (bisher: €1,40). Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung.

DCF Bewertungsmodell*								
Alle Angaben in Tsd EUR	**2026E**	**2027E**	**2028E**	**2029E**	**2030E**	**2031E**	**2032E**	**2033E**
Nettoumsatz	**30.000**	**34.500**	**39.675**	**49.991**	**62.222**	**76.340**	**92.224**	**109.609**
NOPLAT	**-54.631**	**387**	**1.989**	**4.332**	**6.198**	**4.927**	**6.330**	**8.043**
+ Abschreibungen	43.973	3.292	3.117	2.702	2.496	2.353	2.261	2.207
= Operativer Cashflow (netto)	-10.658	3.679	5.106	7.034	8.694	7.280	8.591	10.251
- Gesamte Investitionen (Capex, WC, Sonstiges)	-3.621	603	-151	-3.972	369	163	296	372
Capex	*-3.900*	*-2.070*	*-1587*	*-1800*	*-2.082*	*-2.360*	*-2.616*	*-2.830*
Working Capital	*-621*	*873*	*-1264*	*-5.772*	*-2.049*	*-2.377*	*-2.688*	*-2.958*
Sonstiges	*900*	*1800*	*2.700*	*3.600*	*4.500*	*4.900*	*5.600*	*6.160*
= Freier Cashflow (FCF)	-14.279	4.282	4.955	3.063	9.063	7.444	8.887	10.622
GW der FCFs	**-13.797**	**3.652**	**3.728**	**2.034**	**5.312**	**3.851**	**4.056**	**4.279**

in Tsd EUR	
GWs der FCFs explizite Periode (2026E-2040E)	45.155
GWs der FCFs in der Terminalperiode	36.718
Unternehmenswert (EV)	81.874
+ Nettokasse / - Nettoverbindlichkeiten (p. f.)	-31.968
+ Investitionen / Anteile Dritter	-6
Shareholder Value	49.900
Verwässerte Aktienanzahl	38.148
Fairer Wert in €	1,31

Terminales Wachstum	4,0%
Terminale EBIT-Marge	13,6%

WACC	13,3%
Eigenkapitalkosten	16,0%
Fremdkapitalkosten (vor Steuern)	10,0%
Normaler Steuersatz	30,0%
Fremdkapitalkosten (nach Steuern)	7,0%
EK-Anteil	70,0%
FK-Anteil	30,0%
Kursziel in €	1,30

	Umsatzwachstum in der Terminalperiode						
WACC	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%	5,0%	5,5%
10,3%	2,43	2,54	2,67	2,82	2,99	3,20	3,44
11,3%	1,91	1,99	2,07	2,17	2,28	2,41	2,56
12,3%	1,51	1,56	1,62	1,69	1,76	1,85	1,94
13,3%	1,18	1,22	1,26	**1,31**	1,36	1,42	1,48
14,3%	0,92	0,94	0,97	1,01	1,04	1,08	1,13
15,3%	0,69	0,71	0,74	0,76	0,79	0,82	0,85
16,3%	0,51	0,52	0,54	0,56	0,58	0,60	0,62

* aus Layoutgründen werden nur die Jahre bis 2033 gezeigt, das Modell reicht aber bis 2040

GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd EUR	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
Umsatz	**31.605**	**21.438**	**22.100**	**30.000**	**34.500**	**39.675**
Bestandsveränderunen	2.078	-2.106	2.201	0	0	0
Andere aktivierte Eigenleistungen	4.076	3.380	3.423	1.200	1.035	1.190
Gesamtleistung	**33.683**	**19.332**	**24.301**	**30.000**	**34.500**	**39.675**
Herstellungskosten	12.961	12.700	18.673	21.000	25.875	29.756
Bruttogewinn (Umsatz ./. Herstkosten)	**20.722**	**6.632**	**5.628**	**9.000**	**8.625**	**9.919**
Personalkosten	13.561	11.730	11.126	11.900	3.795	3.571
Sonstige betriebliche Erträge	4.116	4.522	2.650	2.400	1.035	1.190
Sonstige betriebliche Aufwendungen	13.867	9.737	18.663	10.790	3.105	3.174
EBITDA	**1.485**	**-6.933**	**-18.088**	**-10.090**	**3.795**	**5.555**
Abschreibungen & Amortisation	4.168	6.014	8.845	43.973	3.292	3.117
EBIT	**-2.683**	**-12.947**	**-26.933**	**-54.063**	**503**	**2.438**
Nettofinanzergebnis	-3.618	-7.942	-5.220	-2.746	661	2.050
EBT	**-6.301**	**-20.889**	**-32.152**	**-56.810**	**1.164**	**4.487**
Steuern	864	-155	10	568	116	449
Minderheitsbeteiligungen	1	0	4	0	0	0
Nettogewinn/ -verlust	**-7.163**	**-20.734**	**-32.159**	**-57.378**	**1.047**	**4.038**
EPS (verwässert)	**-0,26**	**-0,75**	**-1,08**	**-1,63**	**0,03**	**0,11**
Kennzahlen						
Bruttomarge (auf Gesamtleistung)	61,5%	34,3%	23,2%	30,0%	25,0%	25,0%
EBITDA-Marge (EBITDA / Umsatz)	4,7%	-32,3%	-81,8%	-33,6%	11,0%	14,0%
EBIT-Marge	-8,5%	-60,4%	-121,9%	-180,2%	1,5%	6,1%
Nettomarge	-22,7%	-96,7%	-145,5%	-191,3%	3,0%	10,2%
Steuersatz	-13,7%	0,7%	0,0%	-1,0%	10,0%	10,0%
Ausgaben in % vom Umsatz						
Herstellungskosten	41,0%	59,2%	84,5%	70,0%	75,0%	75,0%
Personalkosten	42,9%	54,7%	50,3%	39,7%	11,0%	9,0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	43,9%	45,4%	84,4%	36,0%	9,0%	8,0%
Jährliches Wachstum						
Gesamtumsatz	115%	-32%	3%	36%	15%	15%
Operatives Ergebnis	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	385%
Nettogewinn/ -verlust	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	286%

BILANZ

Alle Angaben in Tsd EUR	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
Vermögen						
Umlaufvermögen, gesamt	**54.778**	**56.285**	**36.746**	**26.304**	**24.195**	**22.006**
Liquide Mittel	14.589	4.568	9.974	1.110	2.073	782
Kurzfristige Investitionen	0	0	0	0	0	0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	23.269	37.298	11.663	10.685	7.562	6.522
Vorräte	11.310	8.845	6.929	6.329	6.380	6.522
Sonstige Forderungen	5.609	5.574	8.180	8.180	8.180	8.180
Anlagevermögen, gesamt	**86.631**	**86.952**	**104.584**	**38.769**	**37.795**	**36.521**
Sachanlagen	72.902	70.878	68.577	20.623	20.937	20.997
Goodwill & Immaterielle Vermögenswerte	11.973	14.382	16.350	15.480	14.193	12.857
Nutzungsrechte	881	1.136	1.136	1.136	1.136	1.136
Sonstige Vermögenswerte	812	18.522	1.530	1.530	1.530	1.530
Aktiva	**141.408**	**143.237**	**141.331**	**65.073**	**61.990**	**58.526**
Eigenkapital und Verbindlichkeiten						
Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt	**18.745**	**39.935**	**53.792**	**57.234**	**51.451**	**43.693**
Zinstragende Verbindlichkeiten (kurzfristig)	1.004	4.698	8.539	14.180	10.595	5.000
Leasingverbindlichkeiten	167	180	180	180	180	180
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	5.534	7.546	17.158	14.959	12.760	10.598
Rückstellungen (kurzfristig)	4.438	3.900	3.637	3.637	3.637	3.637
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	7.769	23.791	24.458	24.458	24.458	24.458
Langfristige Verbindlichkeiten, gesamt	**42.398**	**36.873**	**38.304**	**6.388**	**8.041**	**8.296**
Zinstragende Verbindlichkeiten	38.108	32.405	32.482	302	1.707	1.707
Leasingverbindlichkeiten	458	742	992	1.240	1.495	1.533
Passive Rechnungsabgrenzungsposten	2.423	4.044	4.044	4.044	4.044	4.044
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	1.587	1.036	1.050	1.050	1.050	1.050
Anteile Dritter	**-1**	**-2**	**-6**	**-6**	**-6**	**-6**
Eigenkapital	**80.266**	**66.432**	**49.241**	**1.457**	**2.504**	**6.543**
Gezeichnetes Kapital	27.195	29.073	32.072	38.148	38.148	38.148
Kapitalrücklage	88.623	93.723	105.711	109.235	109.235	109.235
Andere Rücklagen	9	-71	-90	-90	-90	-90
Eigene Aktien	0	0	0	0	0	0
Gewinnrücklagen	-35.560	-56.296	-88.458	-145.836	-144.789	-140.750
Passiva	**141.408**	**143.237**	**141.331**	**65.073**	**61.990**	**58.526**
Kennzahlen						
Current ratio (x)	2,92	1,41	0,68	0,46	0,47	0,50
Quick ratio (x)	2,32	1,19	0,55	0,35	0,35	0,35
Eigenkapitalquote	56,8%	46,4%	34,8%	2,2%	4,0%	11,2%
Nettoverbindlichkeiten	24.522	32.534	31.046	13.372	10.229	5.925
Net Gearing	30,6%	49,0%	63,1%	917,7%	408,4%	90,6%
Return on Equity (ROE)	-8,9%	-31,2%	-65,3%	-3938,1%	41,8%	61,7%
Forderungsumschlag in Tagen	269	635	193	130	80	60
Vorratsumschlag in Tagen	319	254	135	110	90	80
Kreditorenlaufzeit in Tagen	156	217	335	260	180	130

CASHFLOWRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd EUR	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
EBIT	**-2.683**	**-12.947**	**-26.933**	**-54.063**	**503**	**2.438**
Abschreibungen	4.168	6.014	8.846	43.973	3.292	3.117
EBITDA	**1.485**	**-6.933**	**-18.087**	**-10.090**	**3.795**	**5.555**
Veränderungen Working Capital	-16.962	6.817	17.096	-621	873	-1.264
Sonstiges (Rückstellungen, Zinsen, etc.)	1.410	-8.373	-4.152	-3.315	544	1.601
Operativer Cashflow	**-14.067**	**-8.489**	**-5.143**	**-14.025**	**5.213**	**5.891**
Investitionen in Sachanlagen	-5.930	-1.348	-2.787	-1.500	-1.035	-794
Investitionen in immaterielle Vermögenswerte	-4.496	-4.869	-5.026	-2.400	-1.035	-794
Freier Cashflow	**-24.493**	**-14.706**	**-12.956**	**-17.925**	**3.143**	**4.304**
Akquisitionen und Verkäufe	0	0	0	0	0	0
Andere Investitionen	0	0	-8	0	0	0
Cashflow aus Investitionstätigkeit	**-10.426**	**-6.217**	**-7.821**	**-3.900**	**-2.070**	**-1.587**
Cashflow aus FK-Finanzierung, netto	34.138	-1.905	3.105	-539	-2.180	-5.595
Cashflow aus EK-Finanzierung, netto	0	8.000	6.692	9.600	0	0
Gezahlte Dividenden	0	0	0	0	0	0
Sonstige Finanzierung	-127	-1.410	8.574	0	0	0
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	**34.011**	**4.685**	**18.371**	**9.061**	**-2.180**	**-5.595**
FOREX & sonstige Effekte	0	0	0	0	0	0
Veränderung der liquiden Mittel	**9.519**	**-10.021**	**5.407**	**-8.864**	**963**	**-1.291**
Cash am Anfang der Periode	5.071	14.589	4.568	9.974	1.110	2.073
Cash zum Ende der Periode	**14.590**	**4.568**	**9.975**	**1.110**	**2.073**	**782**
EBITDA je Aktie	**0,05**	**-0,25**	**-0,61**	**-0,29**	**0,10**	**0,15**
Jährliches Wachstum						
Operativer Cashflow	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	13%
Freier Cashflow	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	37%
Finanzieller Cashflow	-33%	-86%	292%	-51%	n.a.	n.a.

Imprint / Disclaimer

First Berlin Equity Research

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

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

Anschrift:
First Berlin Equity Research GmbH
Friedrichstr. 69
10117 Berlin
Germany

Vertreten durch den Geschäftsführer: Martin Bailey

Telefon: +49 (0) 30-80 93 9 680
Fax: +49 (0) 30-80 93 9 687
E-Mail: info@firstberlin.com

Amtsgericht Berlin Charlottenburg HR B 103329 B
UST-Id.: 251601797
Ggf. Inhaltlich Verantwortlicher gem. § 6 MDStV
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 2026 um 10:24 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 Interessenkonflikte 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; VERORDNUNGSERMÄCHTIGUNG, 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 Millarden	> 2 Millarden
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	Anlage-empfehlung	Kursziel/ Bewertung
Initial Report	21. September 2020	€ 6,50	Buy	€ 8,90
2...23	↓	↓	↓	↓
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	18. März 2026	€ 1,36	Buy	€ 1,90
31	25. August 2026	€ 1,00	Buy	€ 1,40
32	Heute	€ 1,01	Buy	€ 1,30

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 INFORMATIONSQUELLEN

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.