

Enapter AG

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

Jahresbericht 2020

BEWERTUNG

KURSZIEL

Aufwärtspotenzial
 Risikobewertung

ADD

€ 26,00

16,6%
 High

ENAPTER PLANT, DEN UMSATZ 2021 MEHR ALS ZU VERVIERFACHEN

Enapter hat ihren ersten Jahresbericht seit dem Betreten des Börsenparketts im letzten Jahr veröffentlicht. Trotz Pandemie hat das Unternehmen seinen Umsatz 2020 mehr als verdoppelt. Das EBIT fiel besser als erwartet aus (€-3,5 Mio. versus FBe: €5,4 Mio., da Eigenleistungen aktiviert wurden). Im letzten halben Jahr hat Enapter die Grundlage für den Einstieg in die industrielle Massenproduktion von standardisierten Elektrolyseuren gelegt. Eine erste Barkapitalerhöhung (€6 Mio.) wurde im November erfolgreich platziert, eine weitere (€18 Mio.) im März. Darüber hinaus hat Enapter einen geeigneten Standort (Saerbeck bei Münster in Deutschland) für die Massenproduktionsstätte, die eine Kapazität von 100.000 Einheiten p.a. erreichen soll, ausgewählt. Dieses Jahr ist Baubeginn und ab 2023 sollen die ersten Elektrolyseure von dort ausgeliefert werden. Gleichzeitig erweitert Enapter ihre Produktion in Italien deutlich. Dank der sehr hohen Nachfrage und der Erhöhung der italienischen Produktionskapazität sehen wir die Umsatzguidance für 2021 von €9,3 Mio. als realistisch an und bestätigen unsere Umsatzprognose. Wir bewerten das Unternehmen weiterhin auf Basis eines Peergoupvergleichs und eines DCF-Modells, die beide häufig in unsere Bewertung einfließen. Unsere Bewertung führt aufgrund des deutlich gesunkenen Peergroup-EV/Umsatz-Multiplikators zu einem niedrigeren Kursziel von €26,00 (bisher: €41,70). Wir bestätigen unsere Hinzufügen-Empfehlung.

Guidance signalisiert starkes Wachstum Enapter will 2021 einen Umsatz von €9,3 Mio. erzielen. Das geplante EBITDA liegt bei -€7,5 Mio., und das Konzernergebnis bei -€8,3 Mio. Der operative Break-Even wird für 2023 erwartet.

Trotz Pandemie Umsatz mehr als verdoppelt Zwar hat Enapter ihr Umsatzziel und unsere Prognose von €2,8 Mio. aufgrund von pandemiebedingten Betriebs- und Lieferkettenunterbrechungen nicht ganz erreicht, trotzdem gelang es dem Unternehmen, den Umsatz durch einen deutlich gesteigerten Verkauf von...

(b.w.)

FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Umsatz (€ Mio.)	0,71	0,93	2,07	9,25	34,84	68,31
Jährliches Wachstum	na	30,9%	122,7%	347,0%	276,5%	96,1%
EBIT (€ Mio.)	-1,09	-1,50	-3,54	-8,23	-9,93	0,42
EBIT-Marge	-152,8%	-161,5%	-171,2%	-88,9%	-28,5%	0,6%
Jahresübers. (€ Mio.)	-1,09	-1,52	-3,57	-8,27	-10,77	-1,24
EPS (verwässert) (€)	0,00	0,00	-0,16	-0,28	-0,36	-0,04
DPS (€)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF (€ Mio.)	-0,98	-3,36	-6,17	-45,47	-75,51	-4,97
Nettoverschuldungsgrad	-142,7%	-17,1%	-32,2%	5,1%	140,8%	163,9%
Liquide Mittel (€ Mio.)	0,77	1,35	4,25	0,93	2,41	2,45

RISIKEN

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

UNTERNEHMENSPROFIL

Enapter stellt standardisierte Elektrolyseure her, die nach dem Modulprinzip zu größeren Einheiten zusammengesetzt werden können. Enapters patentgeschützte AEM-Technologie verspricht großes Kostensenkungspotenzial. Gegenwärtig hat Enapter einen Produktionsstandort in Pisa, Italien und ca. 100 Mitarbeiter.

HANDELSDATEN

Stand: 26. Apr 2021

Schlusskurs	€ 22,30
Aktien im Umlauf	23,10 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 515,16 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 0,49 / 49,60
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	4.841

Multiples	2020	2021E	2022E
KGV	n.a.	n.a.	n.a.
EV/Sales	228,2	51,1	13,6
EV/EBIT	n.a.	n.a.	n.a.
Div.-Rendite	0,0%	0,0%	0,0%

KURSÜBERSICHT



UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 31. Dez 2020

Liquide Mittel	€ 4,25 Mio.
Kurzfristige Vermögenswerte	€ 6,63 Mio.
Immaterielle Vermögenswerte	€ 3,98 Mio.
Bilanzsumme	€ 14,55 Mio.
Kurzfristige Verbindlichkeiten	€ 4,45 Mio.
Eigenkapital	€ 8,75 Mio.

AKTIONÄRSSTRUKTUR

BluGreen	80,6%
Sergei Storozhenko	4,7%
Free Float	14,7%

...Elektrolyseuren und dazugehörigen Komponenten auf ca. €2,1 Mio. zu erhöhen. Die anderen aktivierten Eigenleistungen beliefen sich auf €2,2 Mio. (Vorjahr: €1,8 Mio.) und sind auf aktivierte Entwicklungskosten zurückzuführen. Die Personalaufwendungen stiegen von €1,8 Mio. auf €3,4 Mio. und sind im Wesentlichen bedingt durch den Personalaufbau in Italien für Forschung und Entwicklung (F&E) und die Produktion sowie durch zusätzliches Personal für den geplanten Aufbau der Massenfertigung der Elektrolyseure in Deutschland am Standort Saerbeck („Enapter Campus“). Das EBIT belief sich auf €-3,5 Mio. und lag aufgrund der aktivierten Eigenleistungen (€2,2 Mio.) über unserer Prognose von €-5,4 Mio. Das Nettoergebnis unterscheidet sich kaum vom EBIT (vgl. Abbildung 1).

Abbildung 1: 2020-Zahlen versus Schätzungen

Alle Zahlen in € Mio.	2020A	2020E	Delta	2019A	Delta
Umsatz	2,1	2,8	-25%	0,9	123%
EBIT	-3,5	-5,4	-	-1,5	-
Marge	-171,3%	-195,2%		-161,6%	
Nettoergebnis	-3,6	-5,4	-	-1,5	-
Marge	-172,4%	-195,2%		-163,4%	
GPA (verwässert)	-0,16	-0,24	-	n.a.	-

Quelle: First Berlin Equity Research, Enapter AG

Bilanz spiegelt Wachstumsvorbereitungen wider Die Bilanzsumme stieg um 82% auf €14,6 Mio. Den absolut größten Anstieg verzeichnete das Eigenkapital, das insbesondere durch die €6 Mio. Kapitalerhöhung um fast €5 Mio. auf €8,7 Mio. anstieg. Die Eigenkapitalquote erhöhte sich von 49% auf 60%. Auf der Aktivseite erhöhten Investitionen in immaterielle Vermögenswerte und Sachanlagen das Anlagevermögen um 77% auf €7,9 Mio. Die Kapitalerhöhung trug wesentlich zu einer deutlichen Steigerung der liquiden Mittel auf €4,2 Mio. bei (vgl. Abbildung 2).

Abbildung 2: Ausgewählte Bilanzpositionen

in € Mio.	2020A	2019A	Delta
Immaterielle Vw. & Goodwill	4,0	2,1	92%
Sachanlagen	2,9	1,2	131%
Nutzungsrechte	1,0	1,1	-8%
Anlagevermögen insgesamt	7,9	4,5	77%
Vorräte	1,3	0,9	51%
Forderungen aus Lieferungen & Leistungen	0,2	0,0	379%
Liquide Mittel	4,2	1,4	214%
Umlaufvermögen insgesamt	6,6	3,5	88%
Eigenkapital	8,7	3,9	122%
<i>Eigenkapitalquote</i>	<i>60,1%</i>	<i>49,1%</i>	<i>+11 PP</i>
Finanzverbindlichkeiten, langfristig	0,0	0,0	0%
Finanzverbindlichkeiten, kurzfristig	1,4	0,9	55%
Leasingverbindlichkeiten, langfristig	0,6	0,6	-11%
Leasingverbindlichkeiten, kurzfristig	0,1	0,1	31%
Nettoverschuldung	-2,1	0,3	n.a.
<i>Net Gearing (Nettoverschuldung/EK in %)</i>	<i>-24,4%</i>	<i>7,7%</i>	<i>-</i>
Verbindlichkeiten aus Lieferungen & Leistungen	0,9	0,6	62%
Bilanzsumme	14,6	8,0	82%

Quelle: First Berlin Equity Research, Enapter AG

Kapitalflussrechnung geprägt von Investitionen und Kapitalerhöhung Der operative Cashflow betrug €-2,1 Mio. und resultiert im Wesentlichen aus dem Jahresfehlbetrag von €3,6 Mio. Der Cashflow aus Investitionstätigkeiten lag bei €-3,8 Mio. und setzte sich hauptsächlich aus aktivierten Entwicklungskosten für immaterielle Vermögenswerte (€2,2

Mio.) sowie Investitionen in Sachanlagen (€1,8 Mio.) zusammen. Der Cashflow aus Finanzierungstätigkeit belief sich auf €8,8 Mio. und war wesentlich geprägt durch Zuflüsse aus der Barkapitalerhöhung (€6,2 Mio.), Einzahlungen des Gesellschafters in die Kapitalrücklage (€1,6 Mio.) und durch die Aufnahme von Finanzverbindlichkeiten (€1,4 Mio.). Der Nettocashflow lag bei €2,9 Mio. (vgl. Abbildung 3).

Abbildung 3: Kapitalflussrechnung

in € Mio.	2020A	2019A
Operativer Cashflow	-2,1	-1,1
CAPEX	-4,0	-2,2
Freier Cashflow	-6,2	-3,4
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-3,8	-2,9
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	8,8	4,6
Nettocashflow	2,9	0,6

Quelle: First Berlin Equity Research, Enapter AG

Hoher Auftragseingang gute Basis für 2021 Im Jahr 2020 belief sich der Auftragseingang auf ca. 3,6 Mio. Davon befanden sich Ende 2020 noch ca. €2,0 Mio. im Auftragsbestand, was eine gute Basis für das Umsatzziel 2021 bildet.

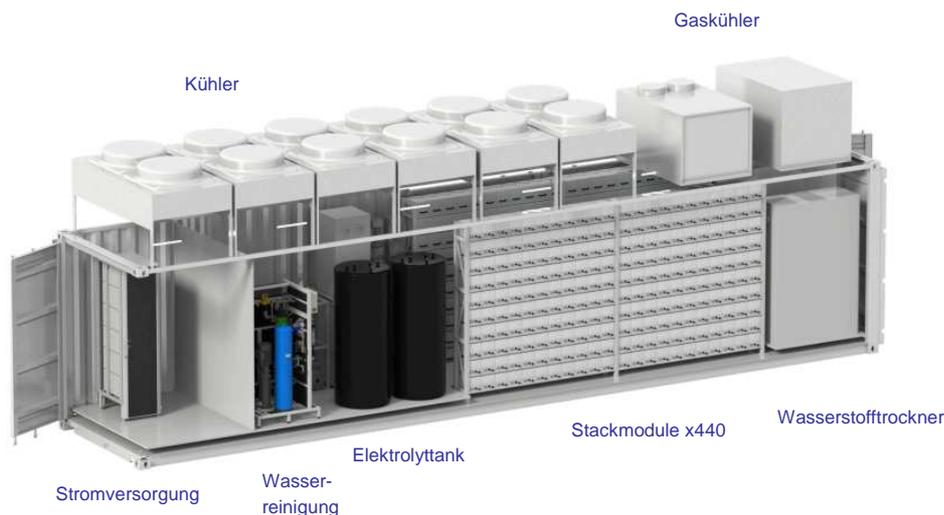
Produktion in Italien wird weiter hochgefahren Die im italienischen Pisa bestehende Serienproduktion wird weiter ausgebaut. Zurzeit wird der Standort um ein weiteres Gebäude erweitert, das für zusätzliche Laboratorien und einen Reinraum genutzt werden soll. Die Bauarbeiten dazu sollen im ersten Halbjahr 2021 abgeschlossen werden. In einem weiteren Gebäude, das im Dezember 2020 erworben wurde, entstehen Verwaltungsräume und eine Produktionserweiterung. Dieser Umbau soll ebenfalls im ersten Halbjahr 2021 abgeschlossen sein. Wir gehen davon aus, dass die Produktionskapazität bis zum Jahresende auf ca. 4.500 p.a. Elektrolyseure ansteigen wird. Zwar dürfte der Output deutlich unter der am Jahresende erreichten Produktionskapazität liegen, aber durchaus eine Umsatzsteigerung auf ca. €9 Mio. ermöglichen. Zum Vergleich: 2020 hat Enapter weniger als 200 Elektrolyseure ausgeliefert.

Industrielle Serienproduktion in Deutschland ab 2023 Der Baubeginn für die industrielle Massenproduktionsstätte auf dem ca. 77.000 m² großen Gelände in Saerbeck bei Münster ist noch für dieses Jahr vorgesehen. Wir rechnen mit der Fertigstellung und dem Beginn der Produktion in Q4/22. Die Produktionsstätte soll eine Produktionskapazität von mehr als 100.000 Elektrolyseuren erreichen. Die industrielle Produktion von Elektrolyseuren in Deutschland soll ab 2023 beginnen.

Großer Elektrolyseur „AEM Multicore“ auf Hannover-Messe vorgestellt Enapter hat ihren in der Entwicklung befindlichen AEM Multicore auf der digitalen Hannover-Messe, der größten Industriemesse der Welt, vorgestellt (vgl. Abbildung 4 auf der nächsten Seite). Der AEM Multicore hat eine Leistung von 1 MW und produziert ca. 450 kg Wasserstoff pro Tag. Der Elektrolyseur ist in einem 40-Fuß-Container untergebracht und besteht aus ca. 440 AEM-Stackmodulen, deren Leistung kombiniert wird. Die Austauschbarkeit der Stackmodule erhöht die Zuverlässigkeit des Gesamtsystems und verringert Ausfallzeiten. Der AEM Multicore verkörpert Enapters in der Elektrolyseurindustrie einzigartigen Produkt- und Produktionsansatz. Statt wie die Wettbewerber auf immer größere Stacks zu setzen, geht das Unternehmen den Weg, mit dem die PC-Industrie den Mainframe verdrängt hat und die Solarindustrie die laut Internationaler Energieagentur IEA kostengünstigste Stromproduktion aller Zeiten etabliert hat: Standardisierung, Modularität und Massenproduktion. Kleine Stackmodule, die 0,5 Nm³/h Wasserstoff produzieren, werden standardisiert und in einer automatisierten Massenproduktion kostengünstig hergestellt. Viele kleine Stacks werden

nach dem Baukastenprinzip (Modularität) zusammenschaltet und bilden einen großen Elektrolyseur. Genauso hat es die Solarindustrie vorgemacht: Viele standardisierte, preisgünstige und in Massenproduktion hergestellte Solarmodule, die jedes für sich nur ca. 300 W Leistung haben, werden zu riesigen Freiflächenanlagen zusammenschaltet. Sehr große Freiflächenanlagen können heute eine Leistung von mehr als 1 GW (=1.000 MW =1.000.000 kW = 1.000.000.000 W) erreichen.

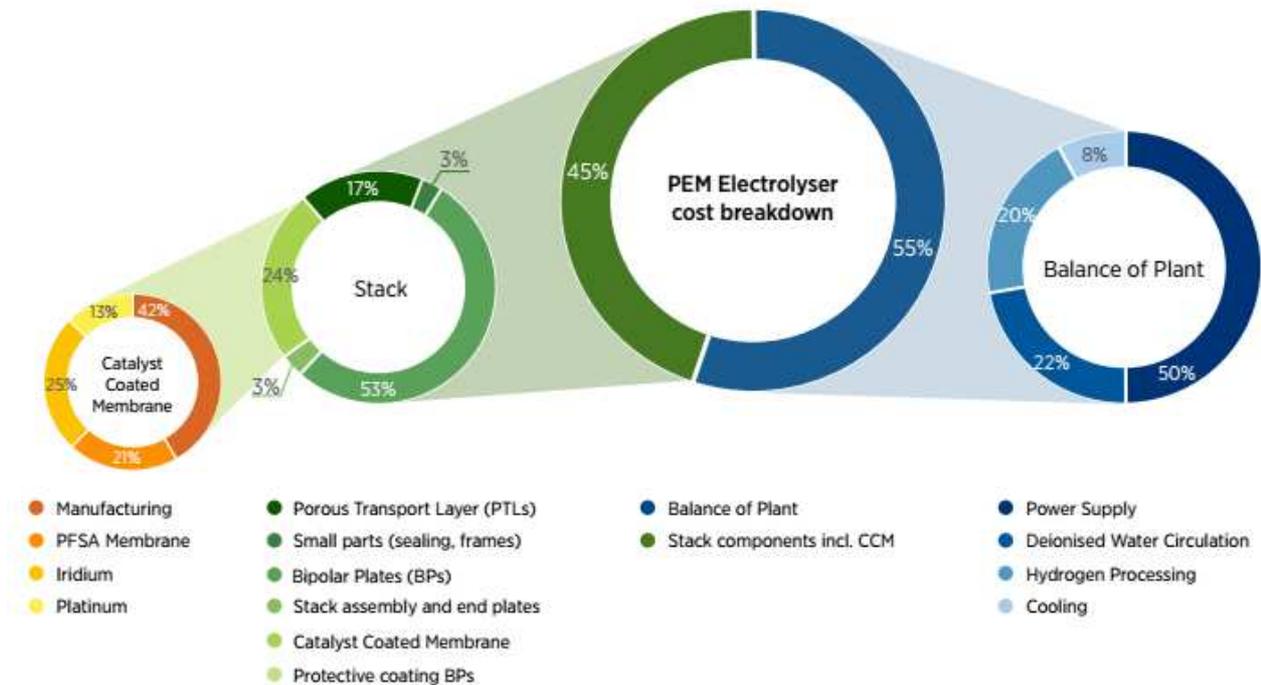
Abbildung 4: AEM Multicore



Quelle: First Berlin Equity Research, Enapter AG

Wettbewerbsvorteil AEM-Technologie Enapters patentierte Anionen-Austausch-Membran-Elektrolysetechnologie (englisch: Anion Exchange Membrane, AEM) vereint die Vorteile der alkalinen Elektrolyse mit denen der Proton Exchange Membran-Elektrolyse (PEM-EL). Die AEM-EL erzeugt wie die PEM-EL Wasserstoff unter hohem Druck und bietet einen flexiblen Betrieb. So kann der Elektrolyseur bei unterschiedlichen Strominputniveaus (Null bis Maximum) betrieben werden und reagiert schnell auf Stromversorgungsengpässe. Die Vorteile der alkalinen Technologie liegen insbesondere in der höheren Effizienz und den geringeren Kosten. Vereinfacht gesagt verbindet die hochskalierte AEM-Technologie die Vorteile der PEM-EL zu Kosten, die eher denen der alkalinen Technologie entsprechen. Ein Blick auf die Kostenstruktur der PEM-Technologie zeigt, wo die Kostenersparnisse der AEM-EL liegen. Die Kosten der PEM-EL lassen sich grob in Stackkosten (ca. 45%) und Balance-of-Plant-Kosten (55%) einteilen (vgl. Abbildung 5 auf der nächsten Seite).

Abbildung 5: Kostenverteilung für einen 1 MW PEM-Elektrolyseur



Quelle: First Berlin Equity Research, IRENA: Green Hydrogen Cost Reduction, S. 52

In beiden Bereichen bietet die AEM-Technologie umfangreiche Kosteneinsparpotenziale:

- Ca. 53% der PEM-Stack-Kosten sind auf die bipolaren Platten zurückzuführen. Die AEM-Technologie kann Stahlplatten nutzen, die deutlich kostengünstiger sind als die bei der PEM-Technologie notwendigen Titanplatten.
- Ca. 50% der Balance-of-Plant-Kosten gehen auf die Elektronik und die Stromversorgung zurück. Enapters kleine Elektrolyseure können günstige, in Massenproduktion hergestellte standardisierte Elektronikbauteile einsetzen, wie sie auch für Batteriesysteme genutzt werden. Dies macht die Stromversorgung deutlich günstiger als bei großen PEM-Elektrolyseuren.

Gegenwärtig dürften die Kosten für einen PEM-Elektrolyseur bei ca. 800-1000 \$/kW liegen. Nach Enapters Berechnungen liegen die Ersparnisse bei den bipolaren Platten und der Elektronik bei einer standardisierten Massenproduktion von AEM-Elektrolyseuren bei insgesamt ca. 300 \$/kW. Wir gehen daher davon aus, dass es der PEM-Technologie selbst durch Kostenersparnisse durch Skalierung und technischen Fortschritt nur schwer gelingen dürfte, diesen Kostenvorteil wettzumachen.

Wettbewerbsvorteil Innovationskraft Die von Enapter patentierte AEM-Elektrolyse befindet sich in einem noch jungen Stadium ihrer Entwicklung und bietet noch viel Innovationspotenzial. Der Aufbau eines neuen F&E-Zentrums am neuen Standort in Saerbeck mit weiteren Laboren und Technikflächen sollte die Innovationskraft weiter stärken. Wir trauen Enapters kontinuierlicher Forschung und Entwicklung im Bereich der AEM-Elektrolyse daher weitere große Schritte zur Verbesserung der Technologie zu.

Enapters F&E-Team forscht in der Elektrochemie an der Verbesserung der Katalysatoren und Membran-Elektroden-Einheit sowie an der mechanischen Weiterentwicklung des Stacks (Verbesserung der Dichtungskonzepte, höhere Druckfestigkeit, einfachere Montagefähigkeit in automatisierten Fertigungsprozessen).

Weitere Schwerpunkte sind:



- die Industrialisierung der Produktion des modularen Elektrolyseurs inklusive der Entwicklung der Produktionsprozesse und Maschinen, sowie
- die Entwicklung der Produktplattform für den großskaligen MW-Anwendungsbereich.

Für diese beiden Themen wurden in Deutschland jeweils Förderprojekte beantragt, die in den nächsten Monaten offiziell starten und mit Millionensummen gefördert werden sollen. Wir gehen davon aus, dass sich das Fördervolumen im niedrigen zweistelligen Millionenbereich bewegen wird.

Neben der ständigen Verbesserung der laufenden Produkte beabsichtigt Enapter auch, neue Produktionsverfahren in der Elektrolysetechnik zu entwickeln, wie etwa eine chemische Kompressionstechnologie. Weitere Ziele sind eine höhere Wasserstoffreinheit, Effizienzsteigerungen bei der Wasserstoffproduktion bei gleichzeitiger Senkung des Energiebedarfs sowie verbesserte Membrantechnologien. Wir gehen davon aus, dass Enapters F&E-Aufwand für mehrere Jahre im mittleren bis höheren einstelligen Millionenbereich liegen wird und sehen darin den Grundstein für den Ausbau der gegenwärtig sehr guten Wettbewerbsposition.

Forschungskooperationen sorgen für externen Input Eine Vielzahl von Forschungskooperationen mit externen Partnern unterstützt Enapters Wissensakkumulation und Forschungstätigkeit. Dazu gehören

- die Teilnahme an einem Konsortium mit SINTEF, EVONIK, Shell und der NTNU im Rahmen des EU-Programms „Fuel Cell and Hydrogen Joint Undertaking“ (FCH JU) zur Entwicklung neuer Materialien für die AEM-Elektrolyse.
- die Kooperation mit Professor Hubert Gasteiger, Lehrstuhlinhaber für technische Elektrochemie an der Technischen Universität München (TUM). Herr Gasteiger ist Mitglied des Enapter Advisory Boards und genießt weltweit Anerkennung für seine elektrochemischen Forschungen.
- eine langjährige Zusammenarbeit mit dem Deutschen Luft- und Raumfahrtzentrum (DLR). Ein neues Projektvorhaben zur Skalierung und Langzeitcharakterisierung der Enapter-Elektrolyseure mit den Konsortiumspartnern DLR, Evonik, und EWE Gasspeicher wurde im August 2020 beim Projektträger Jülich (PTJ) eingereicht.
- die Forschungspartnerschaft mit der Universität Pisa, die wegen der räumlichen Nähe zu Enapters Produktionsstätte ein wichtiger Talentpool ist.
- die Partnerschaft mit der Universität Madrid bei Modellierungen von Flüssigkeitsdynamiken, die für die Stackentwicklung hilfreich sind.

€18 Mio. mit Kapitalerhöhung im März eingeworben Bei der im März durchgeführten Kapitalerhöhung wurden durch die Ausgabe von 832.000 Aktien zu €22,00 pro Stück €18,3 Mio. eingeworben. Damit erhöhte sich die Aktienanzahl auf 23.101.300.

Maßnahmenmix zur restlichen Finanzierung der Investition in die Massenproduktionsstätte Die neue Massenproduktionsstätte erfordert ca. €100 Mio. Die noch fehlende Summe soll durch einen Finanzierungsmix beschafft werden. Dazu sind eine weitere Kapitalerhöhung im Herbst 2021, Zuschüsse von >€10 Mio. und Fremdkapital von ca. €50 Mio. eingeplant. Für das Fremdkapital sollen KfW-Förderkredite für energetisches Bauen (KfW-BEG Programm) sowie weiteres Fremdkapital in Form von Bankkrediten, nach Möglichkeit mit Ausfallbürgschaften für bis zu 80 % des Kreditvolumens durch das Land Nordrhein-Westfalen, aufgenommen werden. Da der endgültige Finanzierungsmix noch nicht feststeht, unterstellen wir eine Kapitalerhöhung von gut 1 Mio. Aktien zu €22 je Aktie im Herbst. Damit entspricht die von uns angenommene insgesamt ausgegebene Aktienzahl für 2021 unseren bisherigen Annahmen.



Anpassung der Schätzungen Aufgrund des Ausbaus der Produktionskapazität im italienischen Pisa halten wir unsere Umsatzschätzungen für 2021 und 2022 weiterhin für erreichbar. Auch den von uns modellierten Umsatzsprung im Jahr 2023 sehen wir aufgrund des geplanten Hochfahrens der deutschen Massenproduktion Anfang 2023 weiterhin als realistisch an. Unsere Ergebnisschätzungen für 2021 haben wir an die Unternehmensguidance angepasst. Höhere Zinsaufwendungen im Jahr 2022 führen zu einem leicht höheren Nettoverlust. Den operativen Break-even unterstellen wir nunmehr bereits für 2023 (vgl. Abbildung 6).

Abbildung 6: Veränderung der Schätzungen

Alle Zahlen in € Mio.	2021E			2022E			2023E		
	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta
Umsatz	9,3	9,3	0,0%	34,8	34,8	0,0%	68,3	68,3	0,0%
EBIT	-6,7	-8,2	-	-9,9	-9,9	-	-2,5	0,4	-
Marge	-72,6%	-88,9%	-	-28,5%	-28,5%	-	-3,7%	0,6%	-
Nettoergebnis	-6,7	-8,3	-	-10,3	-10,8	-	-3,2	-1,2	-
Marge	-72,6%	-89,4%	-	-29,5%	-30,9%	-	-4,7%	-1,8%	-
GPA (verwässert)	-0,23	-0,28	-	-0,35	-0,36	-	-0,11	-0,04	-

Quelle: First Berlin Equity Research

Niedrigerer Multiplikator führt zu deutlicher Kurszielsenkung Wir haben sowohl unser DCF-Modell als auch die Peergroup-Bewertung ein Jahr nach vorne gerollt. Für die Peergroup-Bewertung ist nunmehr das Jahr 2023 die Berechnungsgrundlage (vorher: 2022). Der deutlich niedrigere EV/Umsatz-Multiplikator führt zu einer wesentlich niedrigeren Bewertung von Enapter auf Peergroupbasis (€39,00 versus €71,50). Beim DCF-Modell hat das Vorwärtsrollen einen positiven Effekt und führt zu einer Bewertung von €13,23 (bisher: €11,94). Der Mittelwert aus beiden Bewertungsmodellen führt zu einem neuen Kursziel von €26,00 (bisher: €41,70). Wir bekräftigen unsere Hirzufügen-Empfehlung.



BEWERTUNGSMODELL

Wir berechnen den fairen Wert von Enapter auf der Basis eines DCF-Modells und einer Peergroup-Analyse. Dabei gewichten wir beide Bewertungsmodelle mit 50%.

DCF-MODELL

Das DCF-Modell diskontiert die zukünftig generierten freien Cashflows auf den Gegenwartswert (GW) ab. Wir verwenden ein Drei-Phasen-Modell, welches die Phase 1 bis einschließlich 2026E detailliert schätzt. Für die Phase 2 von 2027E bis 2035E werden die freien Cashflows anhand von Annahmen zu den wichtigsten modellrelevanten Größen (Umsatz, EBIT, Abschreibungen, CAPEX, Working Capital) ermittelt. Die dritte Phase berechnet den Terminal Value.

Abbildung 7: DCF-Modell

DCF Bewertungsmodell*								
Alle Angaben in Tsd EUR	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Nettoumsatz	9.253	34.838	68.305	94.154	118.311	146.862	182.109	225.815
NOPLAT	-8.228	-9.930	424	7.140	13.507	20.361	21.639	27.066
+ Abschreibungen	882	5.085	7.454	7.462	7.542	7.713	7.978	8.344
= Operativer Cashflow (netto)	-7.346	-4.845	7.878	14.602	21.049	28.074	29.617	35.410
- Gesamte Investitionen (Capex, WC, Sonstiges)	-38.079	-34.827	-11.182	-10.615	-11.839	-13.786	-16.236	-18.940
Capex	-38.336	-66.536	-6.967	-7.721	-9.099	-10.547	-12.152	-13.918
Working Capital	258	-3.291	-4.215	-2.894	-2.740	-3.238	-4.084	-5.022
Sonstiges	0	35.000	0	0	0	0	0	0
= Freier Cashflow (FCF)	-45.425	-39.672	-3.304	3.987	9.210	14.288	13.381	16.470
GW der FCFs	-42.655	-33.954	-2.578	2.834	5.967	8.437	7.201	8.076

in Tsd EUR	
GWs der FCFs explizite Periode (2021E-2035E)	36.950
GWs der FCFs in der Terminalperiode	239.327
Unternehmenswert (EV)	276.277
+ Nettokasse / - Nettoverbindlichkeiten (p.f.)	42.678
+ Investitionen / Anteile Dritter	1
Shareholder Value	318.955
Verwässerte Aktienanzahl	24.113
Fairer Wert	13,23

		Umsatzwachstum in der Terminalperiode						
		2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%	5,0%	5,5%
WACC	5,7%	36,22	41,74	49,76	62,45	85,55	140,86	450,47
	6,7%	25,25	27,92	31,41	36,18	43,11	54,07	74,04
	7,7%	18,65	20,12	21,94	24,24	27,26	31,39	37,39
	8,7%	14,30	15,18	16,23	17,50	19,08	21,07	23,69
	9,7%	11,25	11,81	12,46	13,23	14,14	15,24	16,60
	10,7%	9,02	9,39	9,82	10,30	10,87	11,53	12,32
	11,7%	7,34	7,59	7,88	8,20	8,57	8,99	9,48
	12,7%	6,03	6,21	6,41	6,63	6,88	7,16	7,48

* aus Layoutgründen werden nur die Jahre bis 2028 gezeigt, das Modell reicht aber bis 2035

Quelle: First Berlin Equity Research

PEERGROUP-ANALYSE

Für die Peergroup-Analyse wählen wir die wichtigsten gelisteten Elektrolyseurhersteller aus, bei denen der Fokus klar auf der Produktion von Elektrolyseuren liegt. Dazu zählen die Unternehmen ITM Power Plc, McPhy Energy S.A. und Nel ASA.

Außerdem werden die wichtigsten Brennstoffzellenhersteller berücksichtigt, da diese ähnlich vom Trend hin zu (grünem) Wasserstoff profitieren dürften wie die Elektrolyseur-Anbieter. Die Brennstoffzellentechnologie ist die Umkehrung der Elektrolysetechnologie. Der Wasserstoff wird in der Brennstoffzelle in einer elektrochemischen Reaktion in Strom und Wasser umgewandelt. Brennstoffzellen werden zur stationären und mobilen Stromversorgung sowie als Fahrzeugantrieb (Gabelstapler, Auto, Bus, LKW, Bahn, Schiff, zukünftig Flugzeug) genutzt. Die wichtigsten gelisteten Brennstoffzellenhersteller sind Ballard Power, Plug Power, FuelCell Energy, Ceres Power, und SFC Energy. Darüber hinaus ist das norwegische Unternehmen Hexagon Purus Bestandteil der Peergroup. Die Tochter von Hexagon Composites ging im Dezember 2020 an die Börse und stellt Wasserstoffspeichersysteme für Elektrofahrzeuge her. Der Peergroup-Vergleich basiert auf den Analysten-Konsensschätzungen für die Jahre 2021-2023 (Quelle: Bloomberg).

Abbildung 8: Peergroup Enapter

Basisdaten der Peer-Group-Analyse																
Unternehmen	LW	Kurs in LW	MK in Mio. LW	EV in Mio. LW	EPS			Umsatz			EBITDA			EBIT		
					21e	22e	23e	21e	22e	23e	21e	22e	23e	21e	22e	23e
ITM Power	GBP	5,18	2.852,4	2.832,9	-0,04	-0,04	-0,01	6,2	30,1	81,9	-17,3	-12,1	0,7	-20,2	-14,7	-4,3
McPhy Energy	EUR	31,06	865,8	849,9	-0,44	-0,45	-0,46	27,2	43,3	87,8	-7,5	-6,4	2,0	-7,4	-7,3	-2,5
NEL	NOK	25,85	37.671,1	35.460,0	-0,27	-0,20	-0,07	1.008,1	1.680,4	2.697,7	-252,6	-162,1	52,2	-437,1	-368,3	-132,8
Ballard Power Systems	USD	22,39	6.651,7	5.904,1	-0,17	-0,12	-0,03	120,6	173,7	253,8	-40,4	-24,1	-2,5	-46,2	-41,4	-3,8
Plug Power	USD	29,29	14.718,7	14.138,1	-0,25	-0,17	-0,03	472,2	734,6	1.121,6	22,5	88,5	184,9	-56,0	-12,2	59,2
FuelCell Energy	USD	10,61	3.421,0	3.408,3	-0,28	-0,16	-0,13	78,6	119,6	172,7	-23,8	-4,9	11,5	-51,7	-41,1	-36,9
Ceres Power	GBP	13,41	2.494,5	2.391,4	-0,07	-0,05	-0,09	29,4	35,3	36,0	-10,9	-7,6	-10,0	-13,8	-10,4	-15,1
Hexagon Purus	NOK	51,00	11.683,7	10.454,0	-0,91	-0,82	-0,73	326,5	652,0	1.283,0	-234,0	-168,5	-104,0	-275,0	-243,5	-215,0
SFC Energy	EUR	26,10	377,7	385,5	0,04	0,32	0,68	68,4	92,0	125,0	5,2	11,0	17,4	1,2	6,6	13,1

Quelle: Bloomberg, First Berlin Equity Research

Peer-Group Enapter																
Unternehmen	LW	Kurs in LW	MK in Mio. LW	EV in Mio. LW	KGV			EV / Umsatz			EV / EBITDA			EV / EBIT		
					21e	22e	23e	21e	22e	23e	21e	22e	23e	21e	22e	23e
ITM Power	GBP	5,18	2.852,4	2.832,9	neg.	neg.	neg.	453,9	94,0	34,6	neg.	neg.	3823,1	neg.	neg.	neg.
McPhy Energy	EUR	31,06	865,8	849,9	neg.	neg.	neg.	31,2	19,6	9,7	neg.	neg.	424,9	neg.	neg.	neg.
NEL	NOK	25,85	37.671,1	35.460,0	neg.	neg.	neg.	35,2	21,1	13,1	neg.	neg.	679,7	neg.	neg.	neg.
Ballard Power Systems	USD	22,39	6.651,7	5.904,1	neg.	neg.	neg.	48,9	34,0	23,3	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Plug Power	USD	29,29	14.718,7	14.138,1	neg.	neg.	neg.	29,9	19,2	12,6	627,7	159,8	76,5	neg.	neg.	238,7
FuelCell Energy	USD	10,61	3.421,0	3.408,3	neg.	neg.	neg.	43,4	28,5	19,7	neg.	neg.	296,8	neg.	neg.	neg.
Ceres Power	GBP	13,41	2.494,5	2.391,4	neg.	neg.	neg.	81,3	67,7	66,5	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Hexagon Purus	NOK	51,00	11.683,7	10.454,0	neg.	neg.	neg.	32,0	16,0	8,1	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
SFC Energy	EUR	26,10	377,7	385,5	705,4	82,3	38,4	5,6	4,2	3,1	74,5	35,2	22,2	327,6	58,6	29,5
Mittelwert					705,4	82,3	38,4	84,6	33,8	21,2	351,1	97,5	887,2	327,6	58,6	134,1
Median					705,4	82,3	38,4	35,2	21,1	13,1	351,1	97,5	360,9	327,6	58,6	134,1

Quelle: First Berlin Equity Research, Bloomberg

Wie das DCF-Modell haben wir auch die Peergroup-Bewertung ein Jahr nach vorne gerollt und legen jetzt das Jahr 2023 zugrunde. Da die Konsensschätzungen 2021E-2023E für EBITDA, EBIT und EPS der meisten Peergroup-Unternehmen negativ sind, ist eine Bewertung von Enapter auf Basis von Multiplikatoren wie EV/EBITDA, EV/EBIT und KGV nicht möglich. Der einzige zur Verfügung stehende Multiplikator ist EV/Umsatz. Hier ergibt sich für 2023E ein Peergroup-Medianwert von 13,1 (vgl. Abbildung 8). Auf der Basis unserer Enapter-Umsatzschätzung für das Jahr 2023 von €68,3 Mio. und des 2023E Median-Umsatzmultiplikators von 13,1 ergäbe sich ein fairer EV von €68,3 Mio. * 13,1 = €897,8 Mio. Nach unserem Modell beträgt Enapters pro forma Cashposition €42,7 Mio., was zu einem fairen Shareholder Value von €940,5 Mio. führt. Basierend auf der von uns berechneten verwässerten Aktienanzahl von 24,11 Mio. ergibt sich ein fairer Wert von €39,00 (vgl. Abbildung 9 auf der nächsten Seite). Wir weisen darauf hin, dass unsere alte Peergroup-Bewertung auf dem Jahr 2022 beruhte.



Abbildung 9: Peergroup-basierte Bewertung von Enapter

Fairer Wert, Peergroup-basiert		neu	alt*
EV/Umsatz-Multiplikator 2023E		13,1	47,4
Umsatz Enapter 2023E	€ Mio.	68,3	34,8
Fairer EV	€ Mio.	897,8	1.651,3
Nettocashposition (pro forma)	€ Mio.	42,7	62,2
Fairer Shareholder Value	€ Mio.	940,5	1.713,5
Verwässerte Aktienanzahl, abdiskontiert	Mio.	24,11	23,96
Fairer Wert pro Aktie	€	39,00	71,50

* basiert auf 2022 Multiplikator und Umsatz

Quelle: First Berlin Equity Research

FAIRER WERT UND KURSZIEL

Wir leiten unser Kursziel sowohl von unserer DCF-Modell-basierten als auch von unserer Peergroup-basierten Bewertung ab und gewichten beide mit 50%. Daraus ergibt sich ein Kursziel von €26,00 (bisher: €41,70, vgl. Abbildung 10).

Abbildung 10: Kurszielberechnung

in €	neu	alt
Fairer Wert DCF-Modell	13,23	11,94
Fairer Wert Peergroup	39,00	71,50
Mittelwert	26,12	41,72
Kursziel	26,00	41,70

Quelle: First Berlin Equity Research



GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd EUR	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Umsatz	929	2.070	9.253	34.838	68.305	94.154	118.311	146.862
Bestandsveränderungen	107	242	0	0	0	0	0	0
Andere aktivierte Eigenleistungen	1.805	2.208	2.406	2.683	2.869	3.107	3.657	4.232
Herstellungskosten	1.108	2.320	8.790	25.780	39.617	53.668	67.437	83.711
Bruttogewinn (Umsatz ./ Herstkosten)	-179	-250	463	9.058	28.688	40.486	50.874	63.151
Personalkosten	1.827	3.356	6.612	10.343	15.219	17.299	18.899	20.434
Sonstige betriebliche Erträge	73	605	463	697	1.025	1.224	1.506	1.829
Sonstige betriebliche Aufwendungen	1.232	2.369	4.189	7.053	9.600	12.701	15.529	18.682
EBITDA	-1.253	-2.920	-7.470	-4.959	7.762	14.817	21.608	30.096
Abschreibungen & Amortisation	248	625	758	4.971	7.338	7.394	7.481	7.658
EBIT	-1.501	-3.544	-8.228	-9.930	424	7.423	14.128	22.438
Nettofinanzergebnis	-15	-21	-45	-841	-1.663	-1.761	-1.719	-1.666
Andere Finanzerträge / -aufwendungen	0	0	0	0	0	0	0	0
EBT	-1.516	-3.565	-8.273	-10.771	-1.239	5.662	12.409	20.772
Steuern	0	3	0	0	0	283	620	2.077
Minderheitsbeteiligungen	-2	-1	0	0	0	0	0	0
Nettogewinn/ -verlust	-1.518	-3.569	-8.273	-10.771	-1.239	5.379	11.788	18.694
Kennzahlen								
Bruttomarge	-19,2%	-12,1%	5,0%	26,0%	42,0%	43,0%	43,0%	43,0%
EBITDA-Marge	-134,8%	-141,0%	-80,7%	-14,2%	11,4%	15,7%	18,3%	20,5%
EBIT-Marge	-161,5%	-171,2%	-88,9%	-28,5%	0,6%	7,9%	11,9%	15,3%
Nettomarge	-163,4%	-172,4%	-89,4%	-30,9%	-1,8%	5,7%	10,0%	12,7%
Steuersatz	0,0%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	5,0%	5,0%	10,0%
Ausgaben in % vom Umsatz								
Herstellungskosten	0,0%	112,1%	95,0%	74,0%	58,0%	57,0%	57,0%	57,0%
Personalkosten	0,0%	162,1%	71,5%	29,7%	22,3%	18,4%	16,0%	13,9%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	132,5%	114,4%	45,3%	20,2%	14,1%	13,5%	13,1%	12,7%
Jährliches Wachstum								
Gesamtumsatz	30,9%	122,7%	347,0%	276,5%	96,1%	37,8%	25,7%	24,1%
Operatives Ergebnis	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	1649,6%	90,3%	58,8%
Nettogewinn/ -verlust	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	119,2%	58,6%



BILANZ

Alle Angaben in Tsd EUR	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Vermögen								
Umlaufvermögen, gesamt	3.530	6.633	4.997	11.123	15.474	22.695	31.405	49.013
Liquide Mittel	1.354	4.248	927	2.414	2.446	5.233	9.694	22.280
Kurzfristige Investitionen	255	0	0	0	0	0	0	0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	38	184	761	2.863	5.614	7.739	9.724	12.071
Vorräte	862	1.300	2.408	4.944	6.512	8.822	11.086	13.761
Sonstige Forderungen	1.020	901	901	901	901	901	901	901
Anlagevermögen, gesamt	4.469	7.917	45.558	107.122	106.751	107.077	108.696	111.585
Sachanlagen	1.245	2.870	38.371	97.515	94.788	92.765	91.696	91.578
Goodwill & Immaterielle Vermögenswerte	2.071	3.977	6.116	8.536	10.893	13.241	15.929	18.937
Nutzungsrechte	1.119	1.033	1.033	1.033	1.033	1.033	1.033	1.033
Sonstige Vermögenswerte	34	38	38	38	38	38	38	38
Aktiva	7.999	14.550	50.554	118.245	122.225	129.773	140.101	160.598
Eigenkapital und Verbindlichkeiten								
Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt	2.742	4.452	7.980	10.328	16.846	10.971	9.480	11.264
Zinstragende Verbindlichkeiten (kurzfristig)	915	1.415	3.000	4.000	10.415	3.000	0	0
Leasingverbindlichkeiten	83	109	109	109	109	109	109	109
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	583	947	2.890	4.238	4.342	5.881	7.390	9.174
Rückstellungen (kurzfristig)	62	239	239	239	239	239	239	239
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	1.181	1.851	1.851	1.851	1.851	1.851	1.851	1.851
Langfristige Verbindlichkeiten, gesamt	1.327	1.353	1.539	77.653	76.354	84.422	84.483	84.538
Zinstragende Verbindlichkeiten	21	21	21	41.021	39.606	47.606	47.606	47.606
Leasingverbindlichkeiten	639	754	868	983	1.051	1.112	1.167	1.217
Passive Rechnungsabgrenzungsposten	502	486	486	486	486	486	486	486
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	165	278	35.278	35.278	35.278	35.278	35.278	35.278
Anteile Dritter	0	1	1	1	1	1	1	1
Eigenkapital	3.931	8.744	41.034	30.263	29.024	34.379	46.137	64.795
Passiva	7.999	14.550	50.554	118.245	122.225	129.773	140.101	160.598
Kennzahlen								
Current ratio (x)	1,29	1,49	0,63	1,08	0,92	2,07	3,31	4,35
Quick ratio (x)	0,97	1,20	0,32	0,60	0,53	1,26	2,14	3,13
Nettoverbindlichkeiten	-673	-2.812	2.094	42.607	47.575	45.373	37.912	25.326
Net Gearing	-17,1%	-32,2%	5,1%	140,8%	163,9%	132,0%	82,2%	39,1%
Return on Equity (ROE)	-38,6%	-40,8%	-20,2%	-35,6%	-4,3%	15,6%	25,5%	28,8%
Forderungsumschlag in Tagen	15,1	32,5	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0
Vorratsumschlag in Tagen	284,1	204,5	100,0	70,0	60,0	60,0	60,0	60,0
Kreditorenlaufzeit in Tagen	192,2	149,1	120,0	60,0	40,0	40,0	40,0	40,0



CASHFLOWRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd EUR	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
EBIT	-1.501	-3.544	-8.228	-9.930	424	7.423	14.128	22.438
Abschreibungen	248	625	882	5.085	7.454	7.462	7.542	7.713
EBITDA	-1.253	-2.920	-7.346	-4.845	7.878	14.885	21.670	30.151
Veränderungen Working Capital	89	528	258	-3.291	-4.215	-2.894	-2.740	-3.238
Sonstiges (Rückstellungen, Zinsen, etc.)	18	255	-45	-841	-1.663	-2.044	-2.339	-3.743
Operativer Cashflow	-1.146	-2.137	-7.133	-8.977	1.999	9.947	16.590	23.169
Investitionen in Sachanlagen	-381	-1.830	-36.023	-63.749	-4.098	-4.708	-5.593	-6.542
Investitionen in immaterielle Vermögenswerte	-1.829	-2.208	-2.313	-2.787	-2.869	-3.013	-3.506	-4.005
Freier Cashflow	-3.356	-6.175	-45.469	-75.513	-4.968	2.226	7.491	12.622
Akquisitionen und Verkäufe	0	0	0	0	0	0	0	0
Andere Investitionen	-709	250	0	0	0	0	0	0
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-2.919	-3.789	-38.336	-66.536	-6.967	-7.721	-9.099	-10.547
Cashflow aus FK-Finanzierung, netto	19	1.240	1.585	42.000	5.000	585	-3.000	0
Cashflow aus EK-Finanzierung, netto	1.200	6.189	40.563	0	0	0	0	0
Gezahlte Dividenden	0	0	0	0	0	0	0	0
Sonstige Finanzierung	3.428	1.390	0	35.000	0	0	0	0
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	4.646	8.819	42.148	77.000	5.000	585	-3.000	0
FOREX & sonstige Effekte	0	0	0	0	0	0	0	0
Veränderung der liquiden Mittel	581	2.894	-3.321	1.487	32	2.812	4.491	12.622
Cash am Anfang der Periode	773	1.354	4.248	927	2.414	2.446	5.258	9.749
Cash zum Ende der Periode	1.354	4.248	927	2.414	2.446	5.258	9.749	22.371

Jährliches Wachstum

Operativer Cashflow	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	397,5%	66,8%	39,7%
Freier Cashflow	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	236,5%	68,5%
Finanzieller Cashflow	n.a.	89,8%	377,9%	82,7%	-93,5%	-88,3%	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

Mohrenstr. 34

10117 Berlin

Germany

Vertreten durch den Geschäftsführer: Martin Bailey

Telefon: +49 (0) 30-80 93 9 680

Fax: +49 (0) 30-80 93 9 687

E-Mail: info@firstberlin.com

Amtsgericht Berlin Charlottenburg HR B 103329 B

UST-Id.: 251601797

Ggf. Inhaltlich Verantwortlicher gem. § 6 MDSStV

First Berlin Equity Research GmbH

Ersteller: Dr. Karsten von Blumenthal, Analyst

Alle Publikationen der letzten 12 Monate wurden von Dr. Karsten von Blumenthal erstellt.

Für die Erstellung verantwortliches Unternehmen: First Berlin Equity Research GmbH, Mohrenstraße 34, 10117 Berlin

Die Erstellung dieser Empfehlung wurde am 27. April 2021 um 12:45 Uhr abgeschlossen.

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

Copyright© 2021 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;

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.

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.

Um mögliche Interessenkonflikte zu vermeiden und ggf. zu handhaben, verpflichten sich sowohl der Ersteller der Finanzanalyse als auch First Berlin, Wertpapiere des analysierten Unternehmens weder zu halten noch in irgendeiner Weise mit ihnen zu handeln. Die Vergütung des Erstellers der Finanzanalyse steht in keinem direkten oder indirekten Zusammenhang mit den in der Finanzanalyse vertretenen Empfehlungen oder Meinungen. Darüber hinaus ist die Vergütung des Erstellers der Finanzanalyse weder direkt an finanzielle Transaktionen noch an Börsenumsätze oder Vermögensverwaltungsgebühren gekoppelt.

ANGABEN NACH WERTPAPIERHANDELSGESETZ (WPHG) §64: BESONDERE VERHALTENSREGELN BEI DER ERBRINGUNG VON ANLAGEBERATUNG UND FINANZPORTFOLIOVERWALTUNG; VERORDNUNGSMÄCHTIGUNG, RICHTLINIE 2014/65/EU DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES VOM 15. MAI 2014 ÜBER MÄRKTE FÜR FINANZINSTRUMENTE SOWIE ZUR ÄNDERUNG DER RICHTLINIEN 2002/92/EG UND 2011/61/EU (NEUFASSUNG) UND DIE DAZUGEHÖRIGE VERORDNUNG ÜBER MÄRKTE FÜR FINANZINSTRUMENTE (MARKETS IN FINANCIAL INSTRUMENTS REGULATION, MIFIR, VERORDNUNG (EU) NR. 600/2014

First Berlin weist darauf hin, dass sie mit der Emittentin einen Vertrag zur Erstellung von Wertpapieranalysen abgeschlossen hat und dafür von der Emittentin bezahlt wird. First Berlin stellt die Wertpapieranalyse allen interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen gleichzeitig zur Verfügung. Damit sieht First Berlin die in §64 WpHG formulierten Bedingungen für Zuwendungen, die als geringfügiger nichtmonetärer Vorteil zu werten sind, als erfüllt an.

STICHTAGE VON KURSEN

Falls nicht anders angegeben, beziehen sich aktuelle Kurse auf Schlusskurse des vorherigen Handelstages.

ABSTIMMUNG MIT DEM ANALYSIERTEN UNTERNEHMEN UND EINFLUSSNAHME

Die vorliegende Finanzanalyse basiert auf eigenen Recherchen und Erkenntnissen des Erstellers. Der Ersteller hat diese Studie ohne direkte oder indirekte Einflussnahme seitens des analysierten Unternehmens erstellt. Teile der Finanzanalyse wurden dem analysierten Unternehmen möglicherweise vor der Veröffentlichung ausgehändigt, um Unrichtigkeiten bei der Tatsachendarstellung zu vermeiden. Im Anschluss an eine solche mögliche Zurverfügungstellung wurden jedoch keine wesentlichen Änderungen auf Veranlassung des analysierten Unternehmens vorgenommen.

ANLAGEBEWERTUNGSSYSTEM

First Berlins System zur Anlagebewertung gliedert sich in eine Anlageempfehlung und eine Risikoeinschätzung.

ANLAGEEMPFEHLUNG

Die Empfehlungen, die sich nach der von First Berlin erwarteten Kursentwicklung in dem jeweils angegebenen Anlagezeitraum bestimmen, lauten wie folgt:

Kategorie		1	2
Aktuelle Marktkapitalisierung (in €)		0 - 2 Milliarden	> 2 Milliarden
Strong Buy ¹	erwartete positive Kursentwicklung von:	> 50%	> 30%
Buy	erwartete positive Kursentwicklung von:	> 25%	> 15%
Add	erwartete positive Kursentwicklung zwischen:	0% to 25%	0% to 15%
Reduce	erwartete negative Kursentwicklung zwischen:	0% to -15%	0% to -10%
Sell	erwartete negative Kursentwicklung von:	< -15%	< -10%

¹ Die erwartete Kursentwicklung ist verbunden mit einem großen Vertrauen in Qualität und Prognosesicherheit des Managements

Unser Empfehlungssystem platziert jedes Unternehmen in eine von zwei Marktkapitalisierungskategorien. Unternehmen der Kategorie 1 haben eine Marktkapitalisierung von €0 bis €2 Milliarden, und Unternehmen der Kategorie 2 eine Marktkapitalisierung von über €2 Milliarden. Die Schwellen bei der erwarteten Rendite, die unserem Empfehlungssystem zugrunde liegen, sind bei Unternehmen der Kategorie 2 niedriger als bei Unternehmen der Kategorie 1. Dies spiegelt das allgemein niedrigere Risiko wider, das mit Unternehmen mit höherer Marktkapitalisierung verbunden ist.

RISIKOBEWERTUNG

Die First-Berlin-Kategorien zur Risikobewertung sind Niedrig, Mittel, Hoch und Spekulativ. Sie werden durch zehn Faktoren bestimmt: Unternehmensführung und -kontrolle, Gewinnqualität, Stärke der Geschäftsleitung, Bilanz- und Finanzierungsrisiko, Positionierung im Wettbewerbsumfeld, Standard der Offenlegung der finanziellen Verhältnisse, aufsichtsrechtliche und politische Ungewissheit, Markenname, Marktkapitalisierung und Free Float. Diese Risikofaktoren finden Eingang in die First-Berlin-Bewertungsmodelle und sind daher in den Kurszielen enthalten. Die Modelle können von First-Berlin-Kunden angefordert werden.

ANLAGEEMPFEHLUNG- & KURSZIELHISTORIE

Bericht Nr.:	Tag der Veröffentlichung	Schlusskurs Vortag	Anlageempfehlung	Kursziel/Bewertung
Initial Report	21. September 2020	€ 6,50	Buy	€ 8,90
2...1	↓	↓	↓	↓
2	2. Februar 2021	€ 35,80	Add	€ 41,70
3	Heute	€ 22,30	Add	€ 26,00

ANLAGEHORIZONT

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

AKTUALISIERUNG

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

ÄNDERUNGSVORBEHALT

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

Die gesetzlich erforderlichen Angaben über

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

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

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

HAFTUNGSAUSSCHLUSS (DISCLAIMER)

ZUVERLÄSSIGKEIT VON INFORMATIONEN UND 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.