

Enapter AG

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

H1-Zahlen

BEWERTUNG

KURSZIEL

Aufwärtspotenzial
 Risikobewertung

BUY

€ 34,00

29,8%
 High

HOHER AUFTRAGSEINGANG IN H1 – HOCHSTUFUNG AUF KAUFEN

Enapter hat H1-Zahlen vorgelegt, die im Rahmen unserer Erwartungen lagen, und hat die Umsatz-Guidance für 2022 angehoben. Ein hoher H1-Auftragseingang von €6,3 Mio. ist ein Beleg dafür, dass Enapters standardisierte Elektrolyseure am Markt stark nachgefragt sind. Den H1-Umsatz von €2,0 Mio. und den Auftragsbestand von €6,1 Mio. Ende H1 sehen wir als Bestätigung für unsere 2021-Umsatzschätzung von €9,3 Mio. Das Unternehmen hat seine Guidance für 2021 bestätigt (Umsatz: €9,2 Mio., EBITDA: €-7,5 Mio., Nettoergebnis: €8,3 Mio.). Insgesamt hat Enapter im ersten Halbjahr wichtige Fortschritte in den Bereichen Elektrolyseurproduktion, Planung der Massenproduktionsstätte, Personalrekrutierung, Vertriebsausbau, Fördermittelakquisition und Eigenkapitalbeschaffung gemacht. Dies veranlasst uns, unsere bisher vorsichtigen Schätzungen für die Jahre ab 2022 deutlich zu erhöhen. Wir bewerten das Unternehmen weiterhin auf Basis eines Peergoupvergleichs und eines DCF-Modells, die beide hälftig in unsere Bewertung einfließen. Unsere Bewertung führt zu einem neuen Kursziel von €34 (bisher: €26). Wir stufen unser Rating von Hinzufragen auf Kaufen hoch.

2021-Guidance bestätigt, 2022-Umsatz-Guidance erhöht Aufgrund des aktuellen Auftragsbestandes und des Auftragseingangs sowie der in Verhandlungen befindlichen Aufträge hält die Enapter-Gruppe an dem geplanten Umsatz für 2021 von €9,2 Mio., einem EBITDA von €7,5 Mio. und einem Nettoergebnis von €-8,3 Mio. fest. Aufgrund der Coronapandemie und hieraus resultierenden möglichen Lieferkettenunterbrechungen ist die Umsatzrealisierung jedoch nach wie vor mit einem gewissen Risiko versehen. Die erhöhte Produktionsleistung am Produktionsstandort Pisa führt zu einer Anhebung der Umsatz-Guidance für 2022. Nunmehr plant Enapter 2022 einen Umsatz von €44,8 Mio. (bisher: €34,9 Mio.). Aufgrund erwarteter höherer Personalkosten plant das Unternehmen für 2022 mit einem EBIT von €-8,7 Mio. (bisher: €-7,9 Mio.).

(b.w.)

FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Umsatz (€ Mio.)	0,71	0,93	2,07	9,25	43,59	115,20
Jährliches Wachstum	na	30,9%	122,7%	347,0%	371,1%	164,3%
EBIT (€ Mio.)	-1,09	-1,50	-3,54	-8,35	-8,53	1,80
EBIT-Marge	-152,8%	-161,5%	-171,2%	-90,3%	-19,6%	1,6%
Jahresübers. (€ Mio.)	-1,09	-1,52	-3,57	-8,40	-9,95	-1,16
EPS (verwässert) (€)	0,00	0,00	-0,16	-0,28	-0,34	-0,04
DPS (€)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF (€ Mio.)	-0,98	-3,36	-6,17	-28,59	-95,76	-14,51
Nettoverschuldungsgrad	-142,7%	-17,1%	-32,2%	-41,3%	212,5%	261,7%
Liquide Mittel (€ Mio.)	0,77	1,35	4,25	19,90	2,25	2,04

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. 130 Mitarbeiter.

HANDELSDATEN

Stand: 11. Aug 2021

Schlusskurs	€ 26,20
Aktien im Umlauf	23,10 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 605,25 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 2,81 / 49,60
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	5.377

Multiples	2020	2021E	2022E
KGV	n.a.	n.a.	n.a.
EV/Sales	271,8	60,8	12,9
EV/EBIT	n.a.	n.a.	n.a.
Div.-Rendite	0,0%	0,0%	0,0%

KURSÜBERSICHT



UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 30. Jun 2021

Liquide Mittel	€ 14,90 Mio.
Kurzfristige Vermögenswerte	€ 19,94 Mio.
Immaterielle Vermögenswerte	€ 5,60 Mio.
Bilanzsumme	€ 31,57 Mio.
Kurzfristige Verbindlichkeiten	€ 5,22 Mio.
Eigenkapital	€ 22,48 Mio.

AKTIONÄRSSTRUKTUR

BluGreen	75,6%
Sergei Storozhenko	4,7%
Free Float	19,7%

Kräftiges Umsatzwachstum in H1 Enapter hat den Umsatz im ersten Halbjahr J/J von €0,6 Mio. auf €2,0 Mio. (FBe: €2,1 Mio.) mehr als verdreifacht. Die Erweiterung der Produktion in Pisa, die Entwicklung der neuen Produktionsstätte in Saerbeck, die Erweiterung des Vertriebs und der Personalaufbau führten zu deutlich höheren Kosten. Der Personalaufwand stieg von €1,2 Mio. in H1/20 auf €3,0 Mio. Im Juni 2021 lag die Mitarbeiterzahl bei 132 (Ende 2020: 100), davon 58 in der Forschungs- und Entwicklungsabteilung (Ende 2020: 44). Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen erhöhten sich von €0,8 Mio. in H1/20 auf €2,8 Mio. Dies führte zu einem EBIT von €-3,9 Mio. nach €-1,8 Mio. im Vorjahreszeitraum (vgl. Abbildung 1).

Abbildung 1: Berichtete Zahlen versus Schätzungen

Alle Zahlen in € Mio.	H1-21A	H1-21E	Delta	H1-20A	Delta
Umsatz	2,0	2,1	-4%	0,6	218%
EBIT	-3,9	-3,8	-	-1,8	-
Marge	-195,9%	-138,1%		-276,3%	
Nettoergebnis	-4,0	-3,9	-	-1,8	-
Marge	-197,6%	-141,7%		-277,0%	
GPA (verwässert)	-0,18	-0,18	-	-0,08	-

Quelle: First Berlin Equity Research, Enapter AG

Bilanzausweitung spiegelt erhöhte Geschäftsaktivität Enapters Bilanzsumme hat sich auf €31,6 Mio. mehr als verdoppelt. Auf der Aktivseite haben sich hauptsächlich die immateriellen Vermögenswerte, die Sachanlagen und die Vorräte kräftig erhöht. Am stärksten ist – bedingt durch die Kapitalerhöhung – die Barmittelposition gestiegen. Sie hat sich auf €14,9 Mio. mehr als verdreifacht (vgl. Abbildung 2). Auf der Passivseite hat sich die Eigenkapitalposition stark erhöht und liegt nun bei €22,5 Mio. Die Eigenkapitalquote stieg von 60% auf 71%. Die Nettocashposition liegt bei €11,0 Mio. Damit verfügt Enapter über eine deutlich stärkere Bilanz als Ende 2020.

Abbildung 2: Ausgewählte Bilanzpositionen

in € Mio.	H1-21A	2020A	Delta
Immaterielle Vw. & Goodwill	5,6	4,0	41%
Sachanlagen	5,0	2,9	74%
Nutzungsrechte	1,0	1,0	-7%
Anlagevermögen insgesamt	11,6	7,9	47%
Vorräte	3,8	1,3	195%
Forderungen aus Lieferungen & Leistungen	0,1	0,2	-62%
Liquide Mittel	14,9	4,2	251%
Umlaufvermögen insgesamt	19,9	6,6	201%
Eigenkapital	22,5	8,7	157%
<i>Eigenkapitalquote</i>	71,2%	60,1%	+11 PP
Finanzverbindlichkeiten, langfristig	2,5	0,0	11762%
Finanzverbindlichkeiten, kurzfristig	0,8	1,4	-43%
Leasingverbindlichkeiten, langfristig	0,5	0,6	-8%
Leasingverbindlichkeiten, kurzfristig	0,1	0,1	0%
Nettoverschuldung	-11,0	-2,1	n.a
<i>Net Gearing (Nettoverschuldung/EK in %)</i>	-48,9%	-24,6%	-
Verbindlichkeiten aus Lieferungen & Leistungen	2,4	0,9	149%
Bilanzsumme	31,6	14,6	117%

Quelle: First Berlin Equity Research, Enapter AG



Hoher Cashflow aus Finanzierungstätigkeit sorgt für Nettomittelzufluss Der Nettoverlust und die erhöhten Vorräte führen zu einem operativen Cashflow von €-4,8 Mio. Investitionen in Höhe von €4,1 Mio. ergeben einen freien Cashflow von €-8,9 Mio. Der Cashflow aus Finanzierungstätigkeit belief sich auf €19,6 Mio. (netto €17,8 Mio. aus der Kapitalerhöhung und €1,9 Mio. aus der Nettoaufnahme von Finanzschulden). Der Nettomittelzufluss lag bei €10,7 Mio. (vgl. Abbildung 3).

Abbildung 3: Ausgewählte Cashflowpositionen

in € Mio.	H1-21A	H1-20A
Operativer Cashflow	-4,8	-0,1
CAPEX	-4,1	-1,1
Freier Cashflow	-8,9	-1,2
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-4,1	-1,4
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	19,6	0,8
Nettocashflow	10,7	-0,7

Quelle: First Berlin Equity Research, Enapter AG

Hoher Auftragseingang und Rekordauftragsbestand Im ersten Halbjahr 2021 lag der Auftragseingang bei €6,3 Mio. Zum Vergleich: Im Gesamtjahr 2020 lag er bei gerade einmal €3,6 Mio. Der aktuelle Auftragsbestand beträgt €6,1 Mio. (Ende 2020: €2,0 Mio.).

Internationaler Vertrieb wird hochgefahren Insgesamt hat Enapter mehr als 1.600 Elektrolyseure verkauft und an 166 Kunden in über 40 Ländern ausgeliefert. Beim Aufbau des globalen Partnernetzwerks macht Enapter gute Fortschritte. Mehr als 30 Partner sind bereits zertifiziert und vertreiben den AEM-Elektrolyseur aktiv in ihren Märkten.

Produktionsstandort Pisa wächst Der Standort in Pisa/Italien wurde im 1. Halbjahr 2021 um ein zusätzliches Gebäude erweitert, das mit Laboratorien und einem Reinraum ausgestattet wurde. Die manuelle Serienfertigung wird gegenwärtig weiter ausgebaut, so dass im zweiten Halbjahr 2021 im Schichtbetrieb produziert werden kann.

Produktentwicklung macht Fortschritte Wir haben in unserem letzten Kommentar den „AEM Multicore“ vorgestellt (vgl. unseren Kommentar vom 27.4.2021). Der AEM Multicore hat eine Leistung von 1 MW und produziert ca. 450 kg Wasserstoff am Tag. Enapter geht davon aus, die ersten fünf Multicores im 2. Halbjahr 2022 ausliefern zu können. Der EL 4.0, also die nächste Generation von Enapters Flaggschiff-Elektrolyseur, wird wie bisher eine Wasserstoffproduktion von 0,5 Nm³/h haben, aber deutlich weniger wiegen (ca. -25%) und eine geringere Installationsgröße haben (ca. -15%). Geringeres Gewicht und geringere Größe sollten zu signifikanten Rohmaterial-Einsparungen führen. Wir gehen davon aus, dass der EL 4.0 aufgrund fortschreitender Standardisierung deutlich schneller produziert werden kann und rechnen mit ersten Auslieferungen Anfang 2022.

Enapter erhält insgesamt €22 Mio. Förderung durch das Land NRW, den Bund, und die KfW Im Juni erhielt Enapter vom Land Nordrhein-Westfalen den Bewilligungsbescheid über eine Förderung in der Gesamthöhe von €9,4 Mio., davon €7,3 Mio. bis Ende 2023, für die Produktionsentwicklung der geplanten Elektrolyseur-Massenfertigung in Saerbeck. Im Juli erhielt Enapter den Bewilligungsbescheid über eine Förderung in der Gesamthöhe von €5,6 Mio. durch das Bundesministerium für Bildung und Forschung (BMBF). Enapter hatte im Februar 2021 einen Förderantrag für Entwicklung, Design und Bau des ersten AEM-Elektrolyseurs der Megawattklasse (AEM Multicore) gestellt. Die Zuwendungen verteilen sich auf die Jahre 2021-2025, davon ca. €3 Mio. bis Ende 2023. Im August erhielt Enapter einen Zuschussbescheid über €7,2 Mio. von der KfW. Der nicht rückzahlbare Zuschuss wird für energetisches Bauen gewährt und umfasst die ersten

beiden Bauabschnitte des Enapter Campus in Saerbeck bei Münster in NRW. Der Zuschuss wird mit Ende der Baumaßnahme ausgezahlt, die für Ende 2022 geplant ist. Damit hat das Unternehmen bisher insgesamt Förderbescheide in Höhe von €22 Mio. erhalten.

€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.

Weitere Kapitalmaßnahme im Herbst geplant Für die Finanzierung der Anzahlungs- und Abschlagszahlungen aus dem Generalunternehmervertrag für die ersten zwei Bauabschnitte der Massenproduktionsstätte in Saerbeck und für den operativen Kapitalbedarf rechnet Enapter bis zum Ende des Geschäftsjahres mit einem Kapitalbedarf von ca. €21,5 Mio. Das Unternehmen plant daher voraussichtlich im Herbst 2021 eine Eigenkapitalmaßnahme durchzuführen, um die Finanzierungslücke zu schließen.

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. Die Grundsteinlegung erfolgt am 14.9.2021. Wir rechnen mit der Fertigstellung und dem Beginn der Produktion in Q4/22. Die ersten Auslieferungen erwarten wir für Anfang 2023. Die Produktionsstätte soll eine Produktionskapazität von mehr als 100.000 Elektrolyseur-Einheiten erreichen. Inzwischen geht Enapter davon aus, dass die Produktion in Saerbeck durchaus 300 MW p.a. erreichen kann. Das würde einer Kapazität von 125.000 Einheiten p.a. entsprechen. Da Enapter die Produktion auch im Mehrschichtsystem fahren kann und ausreichend Platz für den Aufbau weiterer Linien hat, kann das Unternehmen bis 2025 auch eine Kapazität von 1.000 MW (=1 GW) und mehr erreichen.

Es ist gegenwärtig schwer abzuschätzen, wie schnell es Enapter tatsächlich gelingt, eine funktionierende Massenproduktion aufzubauen. Das Unternehmen hat zur Bestimmung der Kapazität bzw. des Outputs sowohl Elektrolyseur-Einheiten als auch Megawatt verwendet. Wir unterstellen, dass eine Elektrolyseureinheit wie bisher eine Leistung von 2,4 kW hat. Das Produkt aus Elektrolyseureinheiten und Leistung ergibt dann die Kapazität der gesamten Produktionsstätte (vgl. Abbildung 4).

Wir haben ein Szenario entworfen, um zu eruieren, bei welchem Umsatz das Unternehmen landen könnte, wenn die Produktionsstätte in Saerbeck 2023 eine Kapazität von 80.000 Elektrolyseuren (192 MW) erreicht und diese bis 2026 auf 300.000 Einheiten (720 MW) steigert. Über Annahmen zur Kapazitätsauslastung bestimmen wir den Output in MW. So haben wir für 2023 eine niedrige Auslastung von 50% unterstellt, um mögliche Verzögerungen beim Hochfahren der Fabrik sowie übliche Produktionsoptimierungen zu berücksichtigen. Der durchschnittliche Verkaufspreis ist von den Marktgegebenheiten und Enapters Produktmix abhängig. Für 2023 unterstellen wir €1,2 Mio./MW und gehen von 20% Preissenkung p.a. aus. Dies führt zu einer Halbierung des Preises bis 2026. Unsere Annahmen ergeben ein Umsatzszenario, das weit über unseren bisherigen Schätzungen liegt. Für 2023 ergäbe sich ein Umsatz von €115 Mio. (FBe bisher: €68 Mio.). 2026 würde der Umsatz bereits bei €354 Mio. liegen (FBe bisher: €147 Mio.) (vgl. Abbildung 4).

Abbildung 4: Möglicher Expansionspfad für Produktionsstätte Saerbeck

Möglicher Expansionspfad	2023	2024	2025	2026
Kapazität (in Elektrolyseur-Einheiten)	80.000	120.000	200.000	300.000
Leistung pro Elektrolyseur-Einheit in kW	2,4	2,4	2,4	2,4
Kapazität Produktionsstätte in MW	192	288	480	720
Kapazitätsauslastung in %	50%	70%	70%	80%
Output in MW	96	202	336	576
Durchschnittspreis in €tsd./MW	1.200	960	768	614
Umsatz in €Mio.	115,200	193,536	258,048	353,894

Quelle: First Berlin Equity Research



Schätzungen erhöht Nach dem hohen Auftragseingang in H1 gehen wir davon aus, dass Enapter die Produktionskapazität in Pisa weiter ausbaut, um die zu erwartende hohe Nachfrage im nächsten Jahr zu befriedigen. Wir unterstellen für 2022 nunmehr einen Umsatz von €43,6 Mio. Ab 2023 sollte die neue Produktionsstätte in Saerbeck wie oben beschrieben zu signifikanten Outputsteigerungen führen. Daher erhöhen wir unsere Schätzungen für 2023 und die Folgejahre deutlich. Der höhere Umsatz 2023 führt dazu, dass ab 2023 positive operative Ergebnisbeiträge erzielt werden dürften (vgl. Abbildung 5).

Abbildung 5: 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	43,6	25,1%	68,3	115,2	68,6%
EBIT	-8,2	-8,4	-	-9,9	-8,5	-	-2,5	1,8	-
Marge	-89,0%	-90,3%	-	-28,5%	-19,6%	-	-3,7%	1,6%	-
Nettoergebnis	-8,3	-8,4	-	-10,3	-9,9	-	-3,2	-1,1	-
Marge	-89,7%	-90,7%	-	-29,5%	-22,7%	-	-4,7%	-0,9%	-
GPA (verwässert)	-0,28	-0,28	-	-0,35	-0,33	-	-0,11	-0,04	-

Quelle: First Berlin Equity Research

Hochstufung auf Kaufen bei erhöhtem Kursziel Ein aktualisiertes DCF-Modell, das die höheren Schätzungen berücksichtigt, ergibt einen fairen Wert von €17,42 (bisher: €13,23). Gleichzeitig führt die Peergroup-Bewertung zu einem fairen Wert von €51,51 (bisher: €39,00). Die höhere Peergroup-Bewertung erklärt sich aus der höheren Umsatzschätzung für 2023, die mit dem EV/Umsatz-Peergroup-Multiplikator für 2023 multipliziert wird. Unser Bewertungsmodell gewichtet beide Bewertungsansätze mit 50%. Damit ergibt sich ein neues Kursziel von €34 (bisher: €26). Wir stufen unser Rating von Hinzufügen auf Kaufen hoch.

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 6: DCF-Modell

DCF Bewertungsmodell*								
Alle Angaben in Tsd EUR	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Nettoumsatz	9.253	43.588	115.200	193.536	258.048	353.894	438.829	544.147
NOPLAT	-8.352	-8.530	1.805	12.190	19.579	26.408	31.462	41.759
+ Abschreibungen	882	2.618	6.668	6.864	7.030	7.338	7.841	8.470
= Operativer Cashflow (netto)	-7.470	-5.912	8.473	19.054	26.609	33.745	39.303	50.229
- Gesamte Investitionen (Capex, WC, Sonstiges)	-18.979	-75.323	-17.719	-16.920	-17.475	-27.318	-28.590	-33.967
Capex	-21.336	-84.236	-10.598	-9.677	-12.199	-15.764	-18.351	-21.271
Working Capital	258	-4.187	-9.421	-9.443	-7.777	-11.554	-10.239	-12.696
Sonstiges	2.100	13.100	2.300	2.200	2.500	0	0	0
= Freier Cashflow (FCF)	-26.449	-81.235	-9.246	2.133	9.134	6.427	10.713	16.262
GW der FCFs	-25.395	-70.181	-7.187	1.492	5.746	3.638	5.456	7.449

in Tsd EUR

GWs der FCFs explizite Periode (2021E-2035E)	44.747	
GWs der FCFs in der Terminalperiode	332.569	
Unternehmenswert (EV)	377.316	
+ Nettokasse / - Nettoverbindlichkeiten (p.f.)	42.678	Terminales Wachstum 4,0%
+ Investitionen / Anteile Dritter	1	Terminale EBIT-Marge 14,9%
Shareholder Value	419.995	
Verwässerte Aktienanzahl	24.113	
Fairer Wert	17,42	

WACC		Umsatzwachstum in der Terminalperiode						
		2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%	5,0%	5,5%
7,1%	43,61	47,66	52,82	59,61	68,98	82,72	104,83	
8,1%	32,36	34,65	37,43	40,89	45,30	51,10	59,11	
9,1%	24,77	26,16	27,80	29,76	32,14	35,09	38,86	
10,1%	19,37	20,26	21,29	22,48	23,88	25,56	27,60	
11,1%	15,39	15,99	16,66	17,42	18,30	19,32	20,52	
12,1%	12,38	12,78	13,23	13,74	14,31	14,97	15,72	
13,1%	10,04	10,32	10,63	10,98	11,36	11,80	12,29	
14,1%	8,19	8,39	8,61	8,85	9,12	9,42	9,75	

* 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 7: 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	4,07	2.241,2	2.193,1	-0,04	-0,04	-0,01	5,3	27,7	74,8	-17,9	-14,1	-2,4	-20,2	-15,9	-6,0
McPhy Energy	EUR	15,95	445,4	254,5	-0,48	-0,62	-0,54	14,7	24,1	53,6	-11,8	-12,9	-8,6	-11,2	-14,3	-12,6
NEL	NOK	14,85	21.633,6	18.389,5	-0,48	-0,23	-0,06	950,4	1.493,6	2.335,0	-290,9	-198,0	61,9	-408,2	-349,3	-115,9
Ballard Power Systems	USD	15,92	4.737,9	3.509,4	-0,27	-0,20	-0,10	103,2	146,6	225,4	-63,1	-51,4	-26,1	-68,1	-64,7	-41,6
Plug Power	USD	27,40	15.737,3	11.844,2	-0,42	-0,20	-0,04	492,0	748,8	1.137,7	-91,4	37,4	169,5	-170,7	-46,0	16,3
FuelCell Energy	USD	6,84	2.205,9	2.224,0	-0,28	-0,18	-0,13	72,5	121,1	207,2	-33,8	-14,1	8,9	-60,8	-45,2	-31,6
Ceres Power	GBP	10,49	1.997,4	1.939,7	-0,08	-0,07	-0,08	30,4	34,7	38,8	-13,1	-10,5	-9,9	-12,5	-10,4	-9,0
Hexagon Purus	NOK	33,72	7.723,8	6.775,0	-1,28	-1,17	-0,68	324,5	516,0	1.055,0	-295,5	-364,0	-283,5	-314,0	-345,0	-194,0
SFC Energy	EUR	27,50	397,9	384,5	-0,15	0,27	0,60	67,1	102,0	150,0	5,0	10,6	17,7	2,0	5,6	11,5

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	407,00	2.241,2	2.193,1	neg.	neg.	neg.	416,6	79,1	29,3	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
McPhy Energy	EUR	15,95	445,4	254,5	neg.	neg.	neg.	17,4	10,6	4,7	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
NEL	NOK	14,85	21.633,6	18.389,5	neg.	neg.	neg.	19,4	12,3	7,9	neg.	neg.	297,1	neg.	neg.	neg.
Ballard Power Systems	USD	15,92	4.737,9	3.509,4	neg.	neg.	neg.	34,0	23,9	15,6	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Plug Power	USD	27,40	15.737,3	11.844,2	neg.	neg.	neg.	24,1	15,8	10,4	neg.	316,3	69,9	neg.	neg.	726,4
FuelCell Energy	USD	6,84	2.205,9	2.224,0	neg.	neg.	neg.	30,7	18,4	10,7	neg.	neg.	250,7	neg.	neg.	neg.
Ceres Power	GBP	1049,00	1.997,4	1.939,7	neg.	neg.	neg.	63,8	55,9	50,0	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Hexagon Purus	NOK	33,72	7.723,8	6.775,0	neg.	neg.	neg.	20,9	13,1	6,4	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
SFC Energy	EUR	27,50	397,9	384,5	neg.	103,0	45,8	5,7	3,8	2,6	77,1	36,1	21,8	197,2	68,1	33,6
Mittelwert					n.a.	103,0	45,8	70,3	25,9	15,3	77,1	176,2	159,9	197,2	68,1	380,0
Median					n.a.	103,0	45,8	24,1	15,8	10,4	77,1	176,2	160,3	197,2	68,1	380,0

Quelle: First Berlin Equity Research, Bloomberg

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 10,4 (vgl. Abbildung 7). Auf der Basis unserer Enapter-Umsatzschätzung für das Jahr 2023 von €115,2 Mio. und des 2023E Median-Umsatzmultiplikators von 10,4 ergäbe sich ein fairer EV von €115,2 Mio. * 10,4 = €1.199,3 Mio. Nach unserem Modell beträgt Enapters pro forma Cashposition €42,7 Mio., was zu einem fairen Shareholder Value von €1.242,0 Mio. führt. Basierend auf der von uns berechneten verwässerten Aktienanzahl von 24,11 Mio. ergibt sich ein fairer Wert von €51,51 (vgl. Abbildung 8 auf der nächsten Seite).

**Abbildung 8: Peergroup-basierte Bewertung von Enapter**

Fairer Wert, Peergroup-basiert	Einheit	neu	alt
EV/Umsatz-Multiplikator 2023E	x	10,4	13,1
Umsatz Enapter 2023E	€ Mio.	115,2	68,3
Fairer EV	€ Mio.	1.199,3	897,8
Nettocashposition (pro forma)	€ Mio.	42,7	42,7
Fairer Shareholder Value	€ Mio.	1.242,0	940,5
Verwässerte Aktienanzahl, abdiskontiert	Mio.	24,11	24,11
Fairer Wert pro Aktie	€	51,51	39,00

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 €34 (bisher: €26, vgl. Abbildung 9).

Abbildung 9: Fairer Wert und Kursziel

in €	neu	alt
Fairer Wert DCF-Modell	17,42	13,23
Fairer Wert Peergroup	51,51	39,00
Mittelwert	34,46	26,12
Kursziel	34,00	26,00

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	43.588	115.200	193.536	258.048	353.894
Bestandsveränderungen	107	242	0	0	0	0	0	0
Andere aktivierte Eigenleistungen	1.805	2.208	2.406	2.179	2.304	2.516	3.143	4.022
Herstellungskosten	1.108	2.320	8.790	32.255	80.640	135.475	180.634	247.726
Bruttogewinn (Umsatz ./ Herstkosten)	-179	-250	463	11.333	34.560	58.061	77.414	106.168
Personalkosten	1.827	3.356	6.612	12.343	16.219	24.192	31.130	41.148
Sonstige betriebliche Erträge	73	605	463	872	1.728	2.516	3.284	4.408
Sonstige betriebliche Aufwendungen	1.232	2.369	4.189	7.953	13.900	19.354	25.218	33.781
EBITDA	-1.253	-2.920	-7.470	-5.912	8.473	19.547	27.494	39.668
Abschreibungen & Amortisation	248	625	882	2.618	6.668	6.864	7.030	7.338
EBIT	-1.501	-3.544	-8.352	-8.530	1.805	12.683	20.464	32.331
Nettofinanzergebnis	-15	-21	-45	-1.421	-2.961	-2.811	-2.769	-2.716
Andere Finanzerträge / -aufwendungen	0	0	0	0	0	0	0	0
EBT	-1.516	-3.565	-8.397	-9.950	-1.156	9.872	17.695	29.614
Steuern	0	3	0	0	0	494	885	5.923
Minderheitsbeteiligungen	-2	-1	0	0	0	0	0	0
Nettogewinn/ -verlust	-1.518	-3.569	-8.397	-9.950	-1.156	9.379	16.810	23.692
Kennzahlen								
Bruttomarge	-19,2%	-12,1%	5,0%	26,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBITDA-Marge	-134,8%	-141,0%	-80,7%	-13,6%	7,4%	10,1%	10,7%	11,2%
EBIT-Marge	-161,5%	-171,2%	-90,3%	-19,6%	1,6%	6,6%	7,9%	9,1%
Nettomarge	-163,4%	-172,4%	-90,7%	-22,8%	-1,0%	4,8%	6,5%	6,7%
Steuersatz	0,0%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	5,0%	5,0%	20,0%
Ausgaben in % vom Umsatz								
Herstellungskosten	0,0%	112,1%	95,0%	74,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%
Personalkosten	0,0%	162,1%	71,5%	28,3%	14,1%	12,5%	12,1%	11,6%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	132,5%	114,4%	45,3%	18,2%	12,1%	10,0%	9,8%	9,5%
Jährliches Wachstum								
Gesamtumsatz	30,9%	122,7%	347,0%	371,1%	164,3%	68,0%	33,3%	37,1%
Operatives Ergebnis	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	602,9%	61,3%	58,0%
Nettogewinn/ -verlust	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	79,2%	40,9%



BILANZ

Alle Angaben in Tsd EUR	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Vermögen								
Umlaufvermögen, gesamt	3.530	6.633	23.973	12.916	25.665	41.025	57.116	79.733
Liquide Mittel	1.354	4.248	19.903	2.246	2.039	1.947	5.312	9.023
Kurzfristige Investitionen	255	0	0	0	0	0	0	0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	38	184	761	3.583	9.468	15.907	21.209	29.087
Vorräte	862	1.300	2.408	6.186	13.256	22.270	29.693	40.722
Sonstige Forderungen	1.020	901	901	901	901	901	901	901
Anlagevermögen, gesamt	4.469	7.917	28.558	110.290	114.335	117.216	122.446	130.928
Sachanlagen	1.245	2.870	21.371	99.983	100.896	100.648	101.999	105.530
Goodwill & Immaterielle Vermögenswerte	2.071	3.977	6.116	9.236	12.368	15.497	19.376	24.326
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	52.530	123.206	140.000	158.241	179.562	210.661
Eigenkapital und Verbindlichkeiten								
Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt	2.742	4.452	7.980	13.392	21.342	19.937	21.886	29.238
Zinstragende Verbindlichkeiten (kurzfristig)	915	1.415	3.000	6.000	10.415	3.000	0	0
Leasingverbindlichkeiten	83	109	109	109	109	109	109	109
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	583	947	2.890	5.302	8.837	14.847	19.795	27.148
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	3.639	78.853	88.854	99.122	101.683	101.738
Zinstragende Verbindlichkeiten	21	21	21	62.021	69.606	77.606	77.606	77.606
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	2.378	15.478	17.778	19.978	22.478	22.478	22.478
Anteile Dritter	0	1	1	1	1	1	1	1
Eigenkapital	3.931	8.744	40.910	30.960	29.804	39.182	55.993	79.684
Passiva	7.999	14.550	52.530	123.206	140.000	158.241	179.562	210.661
Kennzahlen								
Current ratio (x)	1,29	1,49	3,00	0,96	1,20	2,06	2,61	2,73
Quick ratio (x)	0,97	1,20	2,70	0,50	0,58	0,94	1,25	1,33
Nettoverbindlichkeiten	-673	-2.812	-16.882	65.775	77.982	78.659	72.294	68.583
Net Gearing	-17,1%	-32,2%	-41,3%	212,5%	261,7%	200,8%	129,1%	86,1%
Return on Equity (ROE)	-38,6%	-40,8%	-20,5%	-32,1%	-3,9%	23,9%	30,0%	29,7%
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	-8.352	-8.530	1.805	12.683	20.464	32.331
Abschreibungen	248	625	882	2.618	6.668	6.864	7.030	7.338
EBITDA	-1.253	-2.920	-7.470	-5.912	8.473	19.547	27.494	39.668
Veränderungen Working Capital	89	528	258	-4.187	-9.421	-9.443	-7.777	-11.554
Sonstiges (Rückstellungen, Zinsen, etc.)	18	255	-45	-1.421	-2.961	-3.305	-3.653	-8.639
Operativer Cashflow	-1.146	-2.137	-7.257	-11.520	-3.909	6.799	16.064	19.475
Investitionen in Sachanlagen	-381	-1.830	-19.023	-80.749	-6.912	-5.806	-7.390	-9.652
Investitionen in immaterielle Vermögenswerte	-1.829	-2.208	-2.313	-3.487	-3.686	-3.871	-4.809	-6.113
Freier Cashflow	-3.356	-6.175	-28.593	-95.756	-14.507	-2.878	3.865	3.711
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	-21.336	-84.236	-10.598	-9.677	-12.199	-15.764
Cashflow aus FK-Finanzierung, netto	19	1.240	1.585	65.000	12.000	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	2.100	13.100	2.300	2.200	2.500	0
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	4.646	8.819	44.248	78.100	14.300	2.785	-500	0
FOREX & sonstige Effekte	0	0	0	0	0	0	0	0
Veränderung der liquiden Mittel	581	2.894	15.655	-17.656	-207	-92	3.365	3.711
Cash am Anfang der Periode	773	1.354	4.248	19.903	2.246	2.039	1.947	5.312
Cash zum Ende der Periode	1.354	4.248	19.903	2.246	2.039	1.947	5.312	9.023

Jährliches Wachstum

Operativer Cashflow	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	136,3%	21,2%
Freier Cashflow	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-4,0%
Finanzieller Cashflow	n.a.	89,8%	401,7%	76,5%	-81,7%	-80,5%	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 12. August 2021 um 15:14 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.

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; VERORDNUNG SERMÄCHTIGUNG, 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	21. September 2020	€ 6,50	Buy	€ 8,90
3	2. Februar 2021	€ 35,80	Add	€ 41,70
4	27. April 2021	€ 22,30	Add	€ 26,00
5	Heute	€ 26,20	Buy	€ 34,00

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 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.