

Enapter AG

Deutschland / Cleantech
 Primary exchange: Frankfurt
 Bloomberg: BUF1 GR
 ISIN: DE000A255G02

Update

BEWERTUNG

KURSZIEL

Aufwärtspotenzial
 Risikobewertung

ADD

€ 41,70

16,5%
 High

DIE ERSTEN SCHRITTE ERFOLGREICH ABSOLVIERT

Die Enapter AG hat ein sehr erfolgreiches Börsendebüt hingelegt. Stand die Aktie Ende September 2020 noch bei ca. €6, stieg sie in der Spitze bis auf über €50 (20.10.2020). Nach sehr starken Schwankungen in den Folgemonaten pendelte der Kurs zuletzt um die €40-Marke. Bei einem Grundkapital von ca. 22,3 Mio. Aktien entspricht dies einer Marktkapitalisierung von ca. €890 Mio. Sowohl die Sachkapitalerhöhung im Oktober als auch die Barkapitalerhöhung Anfang November 2020 wurden erfolgreich abgeschlossen. Im Oktober 2020 hat Enapter Saerbeck in Nordrhein-Westfalen, Deutschland, als zukünftigen Produktionsstandort für ihre Elektrolyseur-Massenfertigung ausgewählt. Ab 2022 soll die Produktion beginnen; die Produktionskapazität liegt bei 100.000 Einheiten pro Jahr. Wir bewerten Enapter weiterhin zu gleichen Teilen auf der Basis eines DCF-Modells und einer Peergroup-Analyse. Insbesondere der sehr starke Anstieg des Peergroup-EV/Umsatz-Multiplikators führt zu einer deutlichen Erhöhung unseres Kursziels von €8,90 auf €41,70. Da das Kurspotenzial nach dem starken Kursanstieg nunmehr weniger als 25% beträgt, stufen wir die Aktie von Kaufen auf Hinzufügen herab.

Sachkapitalerhöhung und Barkapitalerhöhung erfolgreich abgeschlossen

Mit der Eintragung der Sachkapitalerhöhung (20.000.000 neue Aktien) und der Barkapitalerhöhung (1.031.500 neue Aktien) im Handelsregister Anfang Dezember hat Enapter beide Transaktionen erfolgreich abgeschlossen. Die Aktienzahl beträgt nunmehr 22.269.300. Bereits im November 2020 meldete Enapter, dass die Barkapitalerhöhung (neue Aktien zu €6,00 pro Aktie) vollständig platziert wurde und der Gesellschaft Mittel von ca. €6,2 Mio. zuflossen.

(b.w.)

FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

| | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------------------|---------|---------|---------|--------|--------|-------|
| Umsatz (€ Mio.) | 0,71 | 0,93 | 2,75 | 9,25 | 34,84 | 68,31 |
| Jährliches Wachstum | na | 30,8% | 196,2% | 236,2% | 276,5% | 96,1% |
| EBIT (€ Mio.) | -1,09 | -1,88 | -5,37 | -6,72 | -9,93 | -2,52 |
| EBIT-Marge | -152,8% | -202,8% | -195,3% | -72,6% | -28,5% | -3,7% |
| Jahresübers. (€ Mio.) | -1,09 | -1,88 | -5,37 | -6,72 | -10,28 | -3,24 |
| EPS (verwässert) (€) | 0,00 | 0,00 | -0,24 | -0,23 | -0,35 | -0,11 |
| DPS (€) | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| FCF (€ Mio.) | -0,98 | -0,32 | -6,14 | -42,22 | -68,45 | -4,07 |
| Nettoverschuldungsgrad | -144,7% | -15,8% | -6,3% | -23,6% | 22,2% | 29,6% |
| Liquide Mittel (€ Mio.) | 0,75 | 0,42 | 1,61 | 18,39 | 4,94 | 1,87 |

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: 1. Feb 2021

| | |
|----------------------------------|----------------|
| Schlusskurs | € 35,80 |
| Aktien im Umlauf | 22,27 Mio. |
| Marktkapitalisierung | € 797,23 Mio. |
| 52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse | € 0,50 / 50,50 |
| Durchschnittsvolumen (12 Monate) | 4.132 |

| Multiples | 2019 | 2020E | 2021E |
|--------------|-------|-------|-------|
| KGV | n.a. | n.a. | n.a. |
| EV/Sales | 791,2 | 267,1 | 79,4 |
| EV/EBIT | n.a. | n.a. | n.a. |
| Div.-Rendite | 0,0% | 0,0% | 0,0% |

KURSÜBERSICHT



UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 31. Dez 2019

| | |
|--------------------------------|-------------|
| Liquide Mittel | € 0,42 Mio. |
| Kurzfristige Vermögenswerte | € 2,29 Mio. |
| Immaterielle Vermögenswerte | € 2,49 Mio. |
| Bilanzsumme | € 6,03 Mio. |
| Kurzfristige Verbindlichkeiten | € 3,23 Mio. |
| Eigenkapital | € 2,80 Mio. |

AKTIONÄRSSTRUKTUR

| | |
|---------------------|-------|
| BluGreen | 93,2% |
| Deutsche Balaton AG | 3,0% |
| Free Float | 3,8% |

**Elektrolyseur-Massenproduktions-Standort entsteht in Saerbeck bei Münster in Nordrhein-Westfalen, Deutschland**

In der geplanten Produktionsstätte sollen mehr als 100.000 Elektrolyseur-Einheiten pro Jahr gefertigt werden und bis zu 300 Arbeitsplätze entstehen. Die heute im italienischen Pisa bestehende Serienproduktion wird weiterhin ausgebaut und ergänzt die Produktionskapazitäten. Die automatisierte Massenfertigung in Saerbeck ist für Enapter die zentrale Voraussetzung, grünen Wasserstoff weltweit auch wirtschaftlich konkurrenzfähig zu fossilen Energieträgern zu machen und in den weltweit benötigten Mengen bereitzustellen. Um die Massenfertigung klimaneutral zu gestalten, wird das moderne Betriebsgelände vollständig mit erneuerbaren Energien aus den Saerbecker Solar-, Wind- und Biomasseanlagen, sowie aus eigenen Solaranlagen und Wasserstoffspeichern betrieben werden. Der Baubeginn auf dem 76.000 m² großen Gelände ist für Anfang 2021 vorgesehen. Die Fertigstellung und der Beginn der Produktion sollen 2022 erfolgen.

Australisches Unternehmen setzt auf Enapters Elektrolyseure

Das australische Unternehmen LAVO berichtete in einer Pressemitteilung vom 20. Oktober 2020, dass es mit dem Vertrieb des LAVO-Systems, einem Wasserstoff-Energiespeichersystem für den Alltagsgebrauch in Privathäusern und Bürogebäuden beginnt, und schätzt den weltweit adressierbaren Markt auf \$40 Mrd. LAVO zielt als erstes auf die australischen Märkte Privathäuser, Bürogebäude, netzferne Energieversorgung und Telekommunikationsmasten, die zusammen laut Unternehmen einen adressierbaren Markt von \$2 Mrd. ergeben. Der Elektrolyseur für das System kommt von Enapter. LAVO will bis Ende 2022 pro Jahr 10.000 Systeme verkaufen. Wir halten dieses Ziel für sehr ambitioniert. Sollte dies gelingen und Enapter für jedes Gerät den Elektrolyseur liefern, würde dies bedeuten, dass allein LAVOs jährliche Bestellungen die neue Produktionsstätte in Saerbeck zu 10% auslasten würden.

Das LAVO-System besteht aus einem von LAVO selbst entwickelten Wasserstoffspeicher, einer Brennstoffzelle, einem Elektrolyseur, einer kleinen Batterie, einem DC-DC-Wandler und einem Wasserreiniger, der die Qualität des Leitungswassers für die Elektrolyse sichert. LAVO wurde von der Universität New South Wales (UNSW) Sydney und der Providence Asset Group (PAG) als Universitäts-Industrie-Partnerschaft gegründet, um Wasserstoff-forschungsergebnisse zu kommerzialisieren. 2020 erhielt LAVO von der PAG eine Anschubfinanzierung von \$5 Mio. (siehe LAVO-Pressemitteilung vom 29.6.2020). Am 21. Januar gab LAVO bekannt, dass sich das familiengeführte australische Investment-Unternehmen Gowings an LAVO beteiligt und 200 Lavo-Systeme bestellt, um seine Immobilien damit zu versorgen.

Enapter wird Teil des EU Clean Hydrogen Alliance Roundtable

Die EU-Kommission hat Enapters Head of Energy Policy & Government Affairs, Philip Hainbach, zum EU Clean Hydrogen Alliance Roundtable berufen. Die European Clean Hydrogen Alliance wurde 2020 von der EU-Kommission ins Leben gerufen, um die Dekarbonisierung der europäischen Industrie bis 2030 maßgeblich voranzutreiben. Dabei agiert sie als Mittler zwischen Produzenten von grünem Wasserstoff auf der einen Seite und der Industrie, dem Mobilitätssektor und anderen potenziellen Nutzern erneuerbarer Wasserstoffproduktion auf der anderen. Zusammen mit den weiteren Vertretern aus Industrie, Politik und Zivilgesellschaft wird Enapter Konzepte zur Skalierung der Erzeugung von grünem Wasserstoff und damit verbundenen Investitionsstrategien ausarbeiten. Wir sehen in der Berufung einen Beleg dafür, dass Enapter schon jetzt auf EU-Ebene als relevanter Spieler im Markt für grünen Wasserstoff wahrgenommen wird. Die Teilnahme am Roundtable bietet Enapter vielfältige Möglichkeiten zum Ausbau ihrer Netzwerke und zur Gestaltung des schnell wachsenden Wasserstoffmarktes.

Enapter H2 Valley für EU-Wasserstoff-Plattform ausgewählt

Im Januar hat die EU die "Mission Innovation"-Plattform ins Leben gerufen, die 32 Wasserstoff-Vorzeigeprojekte aus der ganzen Welt zusammenführt. Die als "Hydrogen Valleys" bezeichneten Projekte sollen



die Zusammenarbeit von Projektentwicklern aus der Wasserstoffbranche fördern und politische Entscheidungsträger für das Thema sensibilisieren.

Zu diesen Projekten gehört das von Enapter entwickelte Phi Suea Haus in Thailand. 2015 wurde es zum weltweit ersten energieautarken Wohnsitz: Das gesamte Gelände wird mit einem dezentralen, erneuerbaren Energiesystem versorgt, das auf ein wasserstoffbasiertes Energie-Speichersystem zurückgreift. Die Auswahl Enapters ist ein weiterer Beleg dafür, dass Enapter zu den Pionieren des grünen Wasserstoffs gehört und dies auf EU-Ebene anerkannt wird.

Verstärkte internationale Anstrengungen zur Etablierung einer globalen Wasserstoffwirtschaft in Politik und Wirtschaft

Im Januar trat die Förderrichtlinie „Dekarbonisierung in der Industrie“ des deutschen Bundesumweltministeriums in Kraft. Das Förderprogramm soll energieintensiven Branchen wie Stahl, Zement, Kalk, Chemie und Nichteisenmetalle dabei helfen, schwer vermeidbare, prozessbedingte Treibhausgasemissionen durch den Einsatz innovativer Klimaschutztechnologien weitgehend und dauerhaft zu reduzieren. Bis 2024 stehen für das Programm insgesamt rund €3 Mrd. zur Verfügung. Die deutsche Umweltministerin hat das Ziel klar umrissen: Spätestens 2050 soll die deutsche Wirtschaft klimaneutral sein.

Großbritannien wird laut Graham Cooley, Mitglied des britischen Hydrogen Advisory Council und CEO von ITM Power, noch im ersten Quartal 2021 eine Wasserstoffstrategie vorstellen, die eine klare Vision für die Nutzung von Wasserstoff in Großbritannien formuliert.

Die unter der Ägide der EU-Kommission arbeitende Fuel Cells and Hydrogen Joint Undertaking (FCH2-JU) -Organisation fördert das OYSTER-Projekt mit €5 Mio. In diesem Projekt haben sich Ørsted, der Weltmarktführer im Betrieb von Offshore-Windfarmen, Siemens Gamesa, ein führendes Unternehmen im Bau von Offshore-Windanlagen, und ITM Power, ein führender Anbieter von Elektrolyseuren zusammengeschlossen. Ziel des Projekts ist die Demonstration und Untersuchung des Betriebs eines maritimen Windkraftanlagen- und Elektrolyseursystems. Die Idee dahinter ist, eine Offshore-Windkraftanlage direkt mit einem Elektrolyseur zu kombinieren und den erneuerbaren Wasserstoff an Land zu transportieren. Darüber hinaus wird das Elektrolyseursystem Entsalzungs- und Wasseraufbereitungsprozesse integrieren, wodurch es möglich wird, Meerwasser als Ausgangsmaterial für den Elektrolyseprozess zu verwenden. Das Projekt soll noch dieses Jahr beginnen und bis Ende 2024 laufen.

Linde hat jüngst bekannt gegeben, im Chemiekomplex in Leuna bis Ende 2022 die weltweit größte PEM-Elektrolyseanlage zu errichten. Der grüne Wasserstoff wird über eine Pipeline an Lindes Kunden vor Ort geliefert sowie in flüssiger Form an Wasserstofftankstellen und Kunden in der Region vertrieben.

Schätzungen bleiben unverändert Zwar können wir pandemiebedingte Verzögerungen nicht ausschließen, insgesamt verläuft aber sowohl die Produktion in Italien als auch der Ausbau des Unternehmens weitgehend nach Plan. Wir lassen unsere Schätzungen daher vorläufig unverändert.

Bewertung auf Basis des DCF-Modells steigt deutlich In unserer Initiating Coverage-Studie ergab unser DCF-Modell einen fairen Wert von €7,51. Wir haben unser Modell grundlegend überarbeitet und die rundum positive Entwicklung seit unserer letzten Veröffentlichung am 20.9.2020 in die Bewertung einfließen lassen.

Für die von uns für das laufende Jahr antizipierte Kapitalerhöhung hatten wir bisher eine Höhe von €59 Mio. bei einem Preis von €8,00 pro Aktie unterstellt. Dies hätte einer zusätzlichen Aktienzahl von 7.375.000 entsprochen. Nach dem starken Kursanstieg gehen wir nunmehr von einem Preis von €32 pro Aktie aus. Damit stiege die Aktienanzahl nur noch um 1.843.750, was den Verwässerungseffekt viel geringer ausfallen ließe.

Nachdem das Börsendebüt, die Sach- und die Barkapitalerhöhung erfolgreich abgeschlossen wurden, hat sich das Geschäftsrisiko deutlich verringert. Die finanzielle Basis ist sichtlich gestärkt, und die Refinanzierungsmöglichkeit am Kapitalmarkt gibt Enapter



einen deutlich erhöhten Finanzierungsspielraum. Das Listing hat die internationale Wahrnehmung des Unternehmens erhöht und erleichtert den Kundenzugang. Außerdem steigt die Transparenz Enapters durch die entsprechenden Transparenzanforderungen an börsennotierte Unternehmen. Dies berücksichtigen wir in einem niedrigeren Eigenkapitalzins. Dieser sinkt von 11,2% auf 10,1%. Den risikolosen Zins haben wir von 0,2% auf 0,1% gesenkt. Zum Vergleich: Die 10jährige Bundesanleihe rentiert bei -0,5%. Insgesamt sinkt der WACC damit von 10,8% auf 9,7%. Die dargestellten Modellveränderungen ergeben einen neuen fairen Wert von €11,94 (bisher: €7,51).

Enapters Peergroup-Bewertung steigt aufgrund des Höhenflugs der Kurse der meisten Peers und des Wegfalls des 50%-Abschlags In unserer Initiating Coverage-Studie ergab unsere Peergroup-Bewertung einen fairen Wert von €10,19 für die Enapter-Aktie. In der Studie hatten wir aufgrund des damaligen Entwicklungsstands und der vergleichsweise geringen Transparenz von Enapter einen Abschlag auf die Enapter-Bewertung in Höhe von 50% genommen. Nach dem erfolgreichen Börsendebüt inklusive der Sach- und Barkapitalerhöhung sehen wir jetzt keinen Grund mehr für einen Abschlag. Der EV-Umsatzmultiplikator 2022E hat sich von 15,1 auf 47,4 erhöht. Die aktualisierte Peergroup-Bewertung führt zu einem fairen Wert von €71,50 (bisher: €10,19).

Kursziel steigt kräftig, Herabstufung des Ratings von Kaufen auf Hinzufügen 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 €41,70 (bisher: €8,90). Nach dem starken Kursanstieg der Aktie liegt das Potenzial zu unserem Kursziel nunmehr bei unter 25%. Daher stufen wir unsere Empfehlung von Kaufen auf Hinzufügen herab.



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 2034E 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 1: DCF-Modell

| DCF Bewertungsmodell* | | | | | | | | |
|--|---------------|----------------|----------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| Alle Angaben in Tsd EUR | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E |
| Nettoumsatz | 2.752 | 9.253 | 34.838 | 68.305 | 94.154 | 118.311 | 146.862 | 182.109 |
| NOPLAT | -5.373 | -6.715 | -9.935 | -2.524 | 4.056 | 9.593 | 16.470 | 17.603 |
| + Abschreibungen | 258 | 986 | 6.788 | 6.734 | 6.630 | 6.615 | 6.667 | 6.788 |
| = Operativer Cashflow (netto) | -5.115 | -5.729 | -3.147 | 4.211 | 10.686 | 16.208 | 23.136 | 24.391 |
| - Gesamte Investitionen (Capex, WC, Sonstiges) | -1.027 | -36.487 | -29.956 | -7.560 | -7.697 | -8.847 | -10.569 | -12.699 |
| <i>Capex</i> | -686 | -36.116 | -64.097 | -4.098 | -5.324 | -6.281 | -7.290 | -8.410 |
| <i>Working Capital</i> | -341 | -372 | -859 | -3.461 | -2.373 | -2.565 | -3.279 | -4.289 |
| <i>Sonstiges</i> | 0 | 0 | 35.000 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| = Freier Cashflow (FCF) | -6.142 | -42.217 | -33.103 | -3.349 | 2.989 | 7.361 | 12.568 | 11.692 |
| GW der FCFs | -6.142 | -38.805 | -27.733 | -2.557 | 2.080 | 4.668 | 7.264 | 6.159 |

| in Tsd EUR | |
|--|--------------|
| GWs der FCFs explizite Periode (2020E-2034E) | 13.379 |
| GWs der FCFs in der Terminalperiode | 210.523 |
| Unternehmenswert (EV) | 223.902 |
| + Nettokasse / - Nettoverbindlichkeiten (p.f.) | 62.180 |
| + Investitionen / Anteile Dritter | 0 |
| Shareholder Value | 286.082 |
| Verwässerte Aktienanzahl | 23.964 |
| Fairer Wert | 11,94 |

| WACC | | Umsatzwachstum in der Terminalperiode | | | | | | |
|-------|-------|---------------------------------------|-------|-------|-------|--------|--------|------|
| | | 2,5% | 3,0% | 3,5% | 4,0% | 4,5% | 5,0% | 5,5% |
| 5,7% | 32,00 | 36,58 | 43,22 | 53,73 | 72,88 | 118,71 | 375,24 | |
| 6,7% | 22,51 | 24,68 | 27,53 | 31,42 | 37,08 | 46,02 | 62,30 | |
| 7,7% | 16,80 | 17,98 | 19,44 | 21,29 | 23,71 | 27,02 | 31,83 | |
| 8,7% | 13,04 | 13,74 | 14,56 | 15,57 | 16,81 | 18,38 | 20,44 | |
| 9,7% | 10,41 | 10,84 | 11,35 | 11,94 | 12,64 | 13,49 | 14,55 | |
| 10,7% | 8,49 | 8,77 | 9,09 | 9,46 | 9,89 | 10,39 | 10,99 | |
| 11,7% | 7,04 | 7,23 | 7,44 | 7,68 | 7,95 | 8,26 | 8,63 | |
| 12,7% | 5,91 | 6,04 | 6,19 | 6,35 | 6,53 | 6,73 | 6,97 | |

* aus Layoutgründen werden nur die Jahre bis 2027 gezeigt, das Modell reicht aber bis 2034

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, PowerCell Sweden, und SFC Energy.

Da für PowerCell Sweden gegenwärtig keine vollständigen Analystenschätzungen auf Bloomberg vorliegen, ersetzen wir das Unternehmen durch Hexagon Purus. Das norwegische Unternehmen, eine 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 2: Peergroup-Analyse

| Basisdaten der Peer-Group-Analyse | | | | | | | | | | | | | | | | |
|-----------------------------------|-----|-------|------------|------------|-------|-------|-------|---------|---------|---------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|
| Unternehmen | LW | Kurs | MK | EV | EPS | | | Umsatz | | | EBITDA | | | EBIT | | |
| | | in LW | in Mio. LW | in Mio. LW | 21e | 22e | 23e | 21e | 22e | 23e | 21e | 22e | 23e | 21e | 22e | 23e |
| ITM Power | GBP | 5,74 | 3.160,8 | 3.141,3 | -0,04 | -0,03 | 0,00 | 6,1 | 30,9 | 75,1 | -17,8 | -9,6 | 6,5 | -20,2 | -25,0 | -1,4 |
| McPhy Energy | EUR | 31,50 | 877,5 | 861,6 | -0,26 | -0,16 | n.a. | 30,4 | 44,1 | n.a. | -4,4 | -1,1 | n.a. | -6,5 | -3,3 | n.a. |
| NEL | NOK | 30,79 | 43.346,1 | 40.926,8 | -0,14 | -0,08 | 0,09 | 1.034,4 | 1.646,5 | 2.850,0 | -148,9 | -24,8 | 221,5 | -292,1 | -166,5 | 24,8 |
| Ballard Power Systems | USD | 35,53 | 10.022,2 | 9.678,1 | -0,13 | -0,07 | -0,01 | 126,8 | 179,0 | 253,9 | -23,9 | -6,5 | 15,5 | -28,1 | -24,2 | -20,5 |
| Plug Power | USD | 63,85 | 31.750,5 | 32.003,5 | -0,20 | -0,12 | 0,03 | 446,2 | 675,2 | 1.027,7 | 50,5 | 105,7 | 184,1 | -28,6 | 47,2 | 105,8 |
| FuelCell Energy | USD | 21,88 | 7.054,4 | 7.151,3 | -0,18 | -0,15 | -0,13 | 89,8 | 122,0 | 168,8 | -19,6 | -4,4 | 7,9 | -44,2 | -33,6 | -27,9 |
| Ceres Power | GBP | 13,68 | 2.355,3 | 2.252,2 | -0,05 | -0,02 | -0,03 | 29,1 | 36,6 | 25,5 | -7,3 | -5,9 | 2,2 | -11,0 | -9,8 | -26,0 |
| Hexagon Purus | NOK | 62,00 | 14.203,7 | 15.061,1 | 0,36 | 0,48 | -1,30 | 1.617,3 | 1.910,0 | 1.574,0 | 372,0 | 429,0 | -157,0 | 216,7 | 263,3 | -326,0 |
| SFC Energy | EUR | 23,60 | 341,5 | 345,0 | 0,09 | 0,29 | 0,37 | 70,3 | 84,2 | 90,6 | 6,2 | 10,4 | n.a. | 2,1 | 5,8 | 7,9 |

Quelle: Bloomberg, First Berlin Equity Research

| Peer-Group Enapter | | | | | | | | | | | | | | | | |
|-----------------------|-----|-------|------------|------------|-------|-------|--------|-------------|-------|------|-------------|-------|--------|-----------|-------|--------|
| Unternehmen | LW | Kurs | MK | EV | KGV | | | EV / Umsatz | | | EV / EBITDA | | | EV / EBIT | | |
| | | in LW | in Mio. LW | in Mio. LW | 21e | 22e | 23e | 21e | 22e | 23e | 21e | 22e | 23e | 21e | 22e | 23e |
| ITM Power | GBP | 5,74 | 3.160,8 | 3.141,3 | neg. | neg. | n.a. | 514,1 | 101,8 | 41,8 | neg. | neg. | 481,8 | neg. | neg. | neg. |
| McPhy Energy | EUR | 31,50 | 877,5 | 861,6 | neg. | neg. | n.a. | 28,3 | 19,6 | n.a. | neg. | neg. | n.a. | neg. | neg. | n.a. |
| NEL | NOK | 30,79 | 43.346,1 | 40.926,8 | neg. | neg. | 353,9 | 39,6 | 24,9 | 14,4 | neg. | neg. | 184,8 | neg. | neg. | 1653,6 |
| Ballard Power Systems | USD | 35,53 | 10.022,2 | 9.678,1 | neg. | neg. | neg. | 76,3 | 54,1 | 38,1 | neg. | neg. | 625,9 | neg. | neg. | neg. |
| Plug Power | USD | 63,85 | 31.750,5 | 32.003,5 | neg. | neg. | 1995,3 | 71,7 | 47,4 | 31,1 | 633,5 | 302,8 | 173,8 | neg. | 678,0 | 302,5 |
| FuelCell Energy | USD | 21,88 | 7.054,4 | 7.151,3 | neg. | neg. | neg. | 79,7 | 58,6 | 42,4 | neg. | neg. | 900,8 | neg. | neg. | neg. |
| Ceres Power | GBP | 13,68 | 2.355,3 | 2.252,2 | neg. | neg. | neg. | 77,3 | 61,6 | 88,4 | neg. | neg. | 1013,1 | neg. | neg. | neg. |
| Hexagon Purus | NOK | 62,00 | 14.203,7 | 15.061,1 | 173,7 | 130,0 | neg. | 9,3 | 7,9 | 9,6 | 40,5 | 35,1 | neg. | 69,5 | 57,2 | neg. |
| SFC Energy | EUR | 23,60 | 341,5 | 345,0 | 274,4 | 82,5 | 63,8 | 4,9 | 4,1 | 3,8 | 56,1 | 33,3 | n.a. | 163,8 | 59,3 | 43,9 |
| Mittelwert | | | | | 224,0 | 106,2 | 804,3 | 100,1 | 42,2 | 33,7 | 243,3 | 123,7 | 563,4 | 116,7 | 264,8 | 666,7 |
| Median | | | | | 224,0 | 106,2 | 353,9 | 71,7 | 47,4 | 34,6 | 56,1 | 35,1 | 553,8 | 116,7 | 59,3 | 302,5 |

Quelle: First Berlin Equity Research

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 2022E ein Peergroup-Medianwert von 47,4 (vgl. Abbildung 2). Auf der Basis unserer Enapter-Umsatzschätzung für das Jahr 2022 von €34,8 Mio. und des 2022E Median-Umsatzmultiplikators von 47,4 ergäbe sich ein fairer EV von €34,8 Mio. * 47,4 = €1.651,3 Mio. Nach unserem Modell beträgt Enapters pro forma Cashposition €62,2 Mio., was zu einem fairen Shareholder Value von €1.713,5 Mio. führt. Basierend auf der von uns berechneten verwässerten und abdiskontierten Aktienanzahl von 23,96 Mio. ergibt sich ein fairer Wert von €71,50 (vgl. Abbildung 3 auf der nächsten Seite).



Abbildung 3: Peergroup-basierte Bewertung von Enapter

| Fairer Wert, Peergroup-basiert | | |
|---|--------|---------|
| EV/Umsatz-Multiplikator 2022E | | 47,4 |
| Umsatz Enapter 2022E | € Mio. | 34,8 |
| Fairer EV | € Mio. | 1.651,3 |
| Nettocashposition (pro forma) | € Mio. | 62,2 |
| Fairer Shareholder Value | € Mio. | 1.713,5 |
| Verwässerte Aktienanzahl, abdiskontiert | Mio. | 23,96 |
| Fairer Wert pro Aktie | € | 71,50 |

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 €41,70 (bisher: €8,90, vgl. Abbildung 4)

Abbildung 4: Kurszielberechnung

| in € | neu | alt |
|------------------------|-------|-------|
| Fairer Wert DCF-Modell | 11,94 | 7,51 |
| Fairer Wert Peergroup | 71,50 | 10,19 |
| Mittelwert | 41,72 | 8,85 |
| Kursziel | 41,70 | 8,90 |

Quelle: First Berlin Equity Research



GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

| Alle Angaben in Tsd EUR | 2018A* | 2019A* | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| Umsatz | 710 | 929 | 2.752 | 9.253 | 34.838 | 68.305 | 94.154 | 118.311 | 146.862 |
| Herstellungskosten | 1.020 | 2.869 | 1.563 | 5.681 | 21.739 | 39.275 | 53.291 | 67.201 | 82.830 |
| Bruttogewinn | -310 | -1.940 | 1.189 | 3.572 | 13.099 | 29.030 | 40.863 | 51.110 | 64.032 |
| Personalkosten | 877 | 1.533 | 4.698 | 6.612 | 10.343 | 15.219 | 17.299 | 18.899 | 20.434 |
| Sonstige betriebliche Erträge | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Sonstige betriebliche Aufwendungen | 186 | 99 | 1.606 | 2.689 | 5.903 | 9.600 | 12.701 | 15.529 | 18.682 |
| EBITDA | -976 | -1.689 | -5.115 | -5.729 | -3.147 | 4.211 | 10.863 | 16.682 | 24.916 |
| Abschreibungen & Amortisation | 109 | 195 | 258 | 986 | 6.788 | 6.734 | 6.630 | 6.615 | 6.667 |
| EBIT | -1.085 | -1.884 | -5.373 | -6.715 | -9.935 | -2.524 | 4.233 | 10.068 | 18.249 |
| Nettofinanzzergebnis | 0 | 0 | 0 | 0 | -350 | -718 | -700 | -578 | -455 |
| Andere Finanzerträge / -aufwendungen | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBT | -1.085 | -1.884 | -5.373 | -6.715 | -10.285 | -3.241 | 3.533 | 9.490 | 17.794 |
| Steuern | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 177 | 475 | 1.779 |
| Minderheitsbeteiligungen | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Nettogewinn/ -verlust | -1.085 | -1.884 | -5.373 | -6.715 | -10.285 | -3.241 | 3.356 | 9.016 | 16.015 |
| Kennzahlen | | | | | | | | | |
| Bruttomarge | -43,7% | -208,8% | 43,2% | 38,6% | 37,6% | 42,5% | 43,4% | 43,2% | 43,6% |
| EBITDA-Marge | -137,5% | -181,8% | -185,9% | -61,9% | -9,0% | 6,2% | 11,5% | 14,1% | 17,0% |
| EBIT-Marge | -152,8% | -202,8% | -195,3% | -72,6% | -28,5% | -3,7% | 4,5% | 8,5% | 12,4% |
| Nettomarge | -152,8% | -202,8% | -195,3% | -72,6% | -29,5% | -4,7% | 3,6% | 7,6% | 10,9% |
| Steuersatz | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 5,0% | 5,0% | 10,0% |
| Ausgaben in % vom Umsatz | | | | | | | | | |
| Herstellungskosten | 0,0% | 0,0% | 56,8% | 61,4% | 62,4% | 57,5% | 56,6% | 56,8% | 56,4% |
| Personalkosten | 0,0% | 0,0% | 170,7% | 71,5% | 29,7% | 22,3% | 18,4% | 16,0% | 13,9% |
| Sonstige betriebliche Aufwendungen | 26,2% | 10,7% | 58,4% | 29,1% | 16,9% | 14,1% | 13,5% | 13,1% | 12,7% |
| Jährliches Wachstum | | | | | | | | | |
| Gesamtumsatz | n.a. | 30,8% | 196,2% | 236,2% | 276,5% | 96,1% | 37,8% | 25,7% | 24,1% |
| Operatives Ergebnis | n.a. | n.m. | n.m. | n.m. | n.m. | n.m. | n.m. | 137,8% | 81,3% |
| Nettogewinn/ -verlust | n.a. | n.m. | n.m. | n.m. | n.m. | n.m. | n.m. | 168,6% | 77,6% |

*2018 und 2019-Zahlen von Enapter S.r.l.



BILANZ

| Alle Angaben in Tsd EUR | 2018A** | 2019A** | H1/20** | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E |
|--|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Vermögen | | | | | | | | | | |
| Umlaufvermögen, gesamt | 1.699 | 2.285 | 1.057 | 3.831 | 21.744 | 10.801 | 12.887 | 17.588 | 23.820 | 39.212 |
| Liquide Mittel | 748 | 424 | 584 | 1.609 | 18.392 | 4.940 | 1.873 | 2.162 | 3.946 | 14.058 |
| Kurzfristige Investitionen | 0 | 20 | 457 | 20 | 20 | 20 | 20 | 20 | 20 | 20 |
| Forderungen aus Lieferungen und Leistungen | 555 | 979 | 0 | 1.131 | 1.775 | 2.863 | 5.614 | 7.973 | 10.314 | 13.168 |
| Vorräte | 396 | 862 | 0 | 1.071 | 1.557 | 2.978 | 5.380 | 7.433 | 9.540 | 11.966 |
| Sonstige Forderungen | 0 | 0 | 16 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Anlagevermögen, gesamt | 1.273 | 3.745 | 0 | 25.208 | 60.338 | 117.647 | 115.011 | 113.705 | 113.372 | 113.994 |
| Sachanlagen | 961 | 1.209 | 0 | 1.758 | 36.937 | 94.038 | 90.870 | 88.878 | 87.765 | 87.523 |
| Goodwill & Immaterielle Vermögenswerte | 300 | 2.492 | 0 | 23.406 | 23.356 | 23.565 | 24.097 | 24.783 | 25.563 | 26.427 |
| Sonstige | 12 | 44 | 0 | 44 | 44 | 44 | 44 | 44 | 44 | 44 |
| Aktiva | 2.972 | 6.030 | 1.057 | 29.039 | 82.081 | 128.448 | 127.898 | 131.293 | 137.191 | 153.207 |
| Eigenkapital und Verbindlichkeiten | | | | | | | | | | |
| Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt | 2.455 | 3.228 | 312 | 3.247 | 4.005 | 5.657 | 10.348 | 12.387 | 11.269 | 13.270 |
| Zinstragende Verbindlichkeiten (kurzfristig) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 3.000 | 3.000 | 0 | 0 |
| Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen | 2.283 | 2.336 | 125 | 2.355 | 3.113 | 4.765 | 6.456 | 8.495 | 10.377 | 12.378 |
| Rückstellungen (kurzfristig) | 112 | 158 | 57 | 158 | 158 | 158 | 158 | 158 | 158 | 158 |
| Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten | 60 | 734 | 131 | 734 | 734 | 734 | 734 | 734 | 734 | 734 |
| Langfristige Verbindlichkeiten, gesamt | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 55.000 | 53.000 | 51.000 | 49.000 | 47.000 |
| Zinstragende Verbindlichkeiten | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 20.000 | 18.000 | 16.000 | 14.000 | 12.000 |
| Passive Rechnungsabgrenzungsposten | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Sonstige langfristige Verbindlichkeiten | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 35.000 | 35.000 | 35.000 | 35.000 | 35.000 |
| Anteile Dritter | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Eigenkapital | 517 | 2.802 | 745 | 25.792 | 78.076 | 67.791 | 64.550 | 67.906 | 76.922 | 92.936 |
| Passiva | 2.972 | 6.030 | 1.057 | 29.039 | 82.081 | 128.448 | 127.898 | 131.293 | 137.191 | 153.207 |
| Kennzahlen | | | | | | | | | | |
| Current ratio (x) | 0,69 | 0,71 | n.m. | 1,18 | 5,43 | 1,91 | 1,25 | 1,42 | 2,11 | 2,95 |
| Quick ratio (x) | 0,53 | 0,44 | n.m. | 0,85 | 5,04 | 1,38 | 0,73 | 0,82 | 1,27 | 2,05 |
| Nettoverbindlichkeiten | -748 | -444 | n.m. | -1.629 | -18.412 | 15.040 | 19.107 | 16.818 | 10.034 | -2.078 |
| Net Gearing | -144,7% | -15,8% | n.m. | -6,3% | -23,6% | 22,2% | 29,6% | 24,8% | 13,0% | -2,2% |
| Return on Equity (ROE) | -209,9% | -67,2% | n.m. | -20,8% | -8,6% | -15,2% | -5,0% | 4,9% | 11,7% | 17,2% |
| Forderungsumschlag in Tagen | 285,3 | 384,6 | n.m. | 150,0 | 70,0 | 30,0 | 30,0 | 30,9 | 31,8 | 32,7 |
| Vorratsumschlag in Tagen | 141,7 | 109,7 | n.m. | 250,0 | 100,0 | 50,0 | 50,0 | 50,9 | 51,8 | 52,7 |
| Kreditorenlaufzeit in Tagen | 817,0 | 297,2 | n.m. | 550,0 | 200,0 | 80,0 | 60,0 | 58,2 | 56,4 | 54,5 |

*2018 und 2019-Zahlen von Enapter S.r.l., **H1/20-Bilanz der von BluGreen erworbenen S&O Beteiligungen AG



CASHFLOWRECHNUNG

| Alle Angaben in Tsd EUR | 2018A** | 2019A** | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E |
|--|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| EBIT | -1.085 | -1.528 | -5.373 | -6.715 | -9.935 | -2.524 | 4.233 | 10.068 | 18.249 |
| Abschreibungen | 109 | 195 | 258 | 986 | 6.788 | 6.734 | 6.630 | 6.615 | 6.667 |
| EBITDA | -976 | -1.333 | -5.115 | -5.729 | -3.147 | 4.211 | 10.863 | 16.682 | 24.916 |
| Veränderungen Working Capital | 0 | 1.009 | -341 | -372 | -859 | -3.461 | -2.373 | -2.565 | -3.279 |
| Sonstiges (Rückstellungen, Zinsen, etc.) | 0 | 0 | 0 | 0 | -350 | -718 | -877 | -1.052 | -2.234 |
| Operativer Cashflow | -976 | -324 | -5.456 | -6.101 | -4.356 | 32 | 7.613 | 13.065 | 19.403 |
| Investitionen in Sachanlagen | 0 | 0 | -658 | -36.023 | -63.749 | -3.415 | -4.451 | -5.270 | -6.142 |
| Investitionen in immaterielle Vermögenswerte | 0 | 0 | -28 | -93 | -348 | -683 | -873 | -1.011 | -1.148 |
| Freier Cashflow | -976 | -324 | -6.142 | -42.217 | -68.453 | -4.067 | 2.289 | 6.784 | 12.113 |
| Akquisitionen und Verkäufe | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Andere Investitionen | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Cashflow aus Investitionstätigkeit | 0 | 0 | -686 | -36.116 | -64.097 | -4.098 | -5.324 | -6.281 | -7.290 |
| Cashflow aus FK-Finanzierung, netto | 0 | 0 | 0 | 0 | 20.000 | 1.000 | -2.000 | -5.000 | -2.000 |
| Cashflow aus EK-Finanzierung, netto | 0 | 0 | 6.189 | 59.000 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Gezahlte Dividenden | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Sonstige Finanzierung | 0 | 0 | 0 | 0 | 35.000 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Cashflow aus Finanzierungstätigkeit | 0 | 0 | 6.189 | 59.000 | 55.000 | 1.000 | -2.000 | -5.000 | -2.000 |
| FOREX & sonstige Effekte | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Veränderung der liquiden Mittel | -976 | -324 | 47 | 16.783 | -13.453 | -3.067 | 289 | 1.784 | 10.113 |
| Cash am Anfang der Periode | 0 | 748 | 424 | 1.609 | 18.392 | 4.940 | 1.873 | 2.162 | 3.946 |
| Cash zum Ende der Periode | -976 | 424 | 471 | 18.392 | 4.940 | 1.873 | 2.162 | 3.946 | 14.058 |
| Jährliches Wachstum | | | | | | | | | |
| Operativer Cashflow | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | 23922,7% | 71,6% | 48,5% |
| Freier Cashflow | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | 196,4% | 78,6% |
| Finanzieller Cashflow | n.a. | n.a. | n.a. | 853,3% | -6,8% | -98,2% | n.a. | n.a. | n.a. |

*2018 und 2019-Zahlen von Enapter S.r.l.

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 Regulations (MiFIR) 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 2. Februar 2021 um 15:06 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 | Heute | € 35,80 | Add | € 41,70 |

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.