

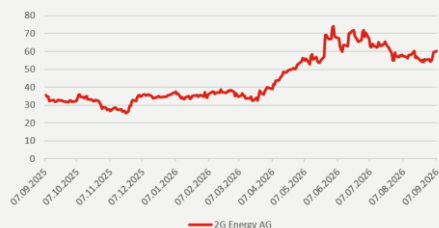


Verkaufen

Kursziel € 39.00
Aktienkurs* € 60.15

*Schlusskurs XETRA (07. Sep. 2026)

CHART



AKTIONÄRS-STRUKTUR

Free float	55,10%
Christian Grotholt	29,60%
Ludger Gausling	14,40%
Weiterer Vorstands-/Aufsichtsratsbesitz	0,90%

BASISDATEN AKTIE

Anzahl Aktien (in Mio.)	17,9
Marktkapitalisierung (in € Mio.)	1.079,1
Handelsvolumen (Ø-100 T.; in k€)	3.067,0
52-Wochen-Hoch (in €)	76,25
52-Wochen-Tief (in €)	24,90

ANALYSTEN

René Parmantier
rp@parmantiercie.com

KONTAKT
Parmantier & CIE. Research
Hungener Straße 6
60389 Frankfurt



2G Energy AG

WKN: A0HL8N / ISIN: DE000A0HL8N9 / Bloomberg: 2GB:GR

„Rekordauftragsbuch aus US-Rechenzentren trifft auf die schwächste Cashflow-Bilanz der Unternehmensgeschichte“

Die 2G Energy AG ist ein international führender Hersteller von Anlagen zur dezentralen Energieversorgung mit Sitz in Heek, Nordrhein-Westfalen. Das Portfolio umfasst Kraft-Wärme-Kopplungs-Anlagen von 20 kW bis 4.500 kW, Großwärmepumpen und Spitzenlast-Aggregate; weltweit sind über 10.000 Anlagen installiert. Mit dem Durchbruch im US-Rechenzentrumsgeschäft hat sich das Nachfrageprofil des Unternehmens innerhalb von zwölf Monaten grundlegend verändert.

Der Auftragseingang des ersten Halbjahres 2026 von 479,4 Mio. EUR nach 110,7 Mio. EUR im Vorjahreszeitraum ist real und im Kern durch containerisierte, netzunabhängige Gaskraftwerke für US-Rechenzentren getrieben. Wir bestreiten nicht die Nachfrage, sondern den Preis, der dafür gezahlt wird: Die Aktie hat in zwei Jahren 171 % zugelegt und handelt mit dem 30,1-fachen EBITDA der letzten zwölf Monate genau zu dem Zeitpunkt, an dem das Geschäft aufgehört hat, Liquidität zu erzeugen.

Das Geschäftsjahr 2025 zeigt das Problem in Zahlen: Der Umsatz stieg um 5,7 % auf 398,6 Mio. EUR, das EBITDA fiel um 19 % auf 33,4 Mio. EUR, der operative Cashflow drehte von +53,3 Mio. EUR auf -38,6 Mio. EUR, und aus 43,1 Mio. EUR Nettoliquidität wurde eine Nettofinanzverschuldung von 10,2 Mio. EUR. Das Trade Working Capital erreichte 50 % vom Umsatz. Dem für 2027 avisierten Umsatzsprung auf 570 bis 620 Mio. EUR steht ein Eigenkapital von 156,6 Mio. EUR gegenüber.

Unser DCF-Modell ergibt bei einem WACC von 9,75 % einen fairen Wert von 37,08 EUR je Aktie; die Peer-Group-Bewertung liefert 45,52 EUR, die Kapitalisierung eines normalisierten Free Cashflows 35,49 EUR. Gewichtet leiten wir ein Kursziel von 39,00 EUR ab rund 35 % unter dem Schlusskurs vom 07. September 2026 und deutlich unter dem Konsens-Kursziel von 65,50 EUR. Wir nehmen die Coverage mit Verkäufen auf.

Gj. Ende 31.12.; in Mio. Euro	(26-30e)	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Umsatz	11,9%	485,00	595,00	700,00	780,00	850,00
EBITDA		56,08	76,95	97,00	112,00	122,25
EBITDA-Marge, %		11,6%	12,9%	13,9%	14,4%	14,4%
Bereinigtes EBITA		46,08	65,45	84,00	97,50	106,25
EBITA-Marge, %		9,5%	11,0%	12,0%	12,5%	12,5%
Konzernergebnis		30,50	43,40	56,70	66,80	73,60
EPS, in Euro		1,70	2,42	3,16	3,72	4,10
Dividende je Aktie, Euro		0,25	0,35	0,45	0,55	0,60
EV/Umsatz		2,25	1,83	1,56	1,40	1,28
EV/EBITDA		19,4	14,2	11,2	9,7	8,9
KGV		35,4	24,9	19,0	16,2	14,7

Source: 2G Energy AG, PCR

INHALTSVERZEICHNIS

Investitionsthesen.....	3
Unternehmensprofil	5
Aktionärsstruktur.....	5
Vorstand und Aufsichtsrat.....	5
Geschäftsmodell und Strategie	7
Markt.....	11
Rechenzentren: netzunabhängige Erzeugung in Nordamerika.....	11
Großwärmepumpen: europäischer Industriemarkt	12
Deutschland: Kraftwerksstrategie, Kapazitätsmarkt und KWKG.....	13
Wettbewerbsumfeld.....	13
Finanzen.....	14
Bewertung	17
SWOT	20
HAFTUNGSAUSSCHLUSS.....	21



INVESTITIONSTHESEN

Ein echtes Alleinstellungsmerkmal im richtigen Moment. Die 2G Energy AG ist einer der wenigen europäischen Hersteller, die containerisierte, netzunabhängige Stromerzeugung im Leistungsbereich von 20 kW bis 4.500 kW seriell und mit kurzen Lieferzeiten produzieren können. Genau diese Fähigkeit suchen derzeit US-Rechenzentrumsentwickler, deren Netzanschlussanfragen mehrjährige Warteschlangen durchlaufen. Der Auftragseingang des zweiten Quartals 2026 von 422,4 Mio. EUR nach 54,1 Mio. EUR im Vorjahresquartal ist die Bestätigung dieser Positionierung.

Wir teilen die Nachfrageeinschätzung, nicht die Preisbereitschaft. Nach einem Kursanstieg von 171 % in zwei Jahren handelt die Aktie mit dem 30,1-fachen des EBITDA der letzten zwölf Monate und dem 16,0-fachen des erwarteten EBITDA der nächsten zwölf Monate, zu einem Zeitpunkt, an dem das Unternehmen aufgehört hat, Liquidität zu erzeugen.

Das Wachstum wird mit der Bilanz gekauft, nicht aus ihr finanziert. Der operative Cashflow drehte von +53,3 Mio. EUR im Jahr 2024 auf -38,6 Mio. EUR im Jahr 2025; nach Investitionen von 8,7 Mio. EUR ergab sich ein Free Cashflow von -47,2 Mio. EUR. Aus einer Nettoliquidität von 43,1 Mio. EUR wurde eine Nettofinanzverschuldung von 10,2 Mio. EUR.

Die schwache Liquiditätsumwandlung ist ein Strukturmerkmal, kein Einmaleffekt. Über den Zeitraum 2016 bis 2025 entsprach der kumulierte operative Cashflow lediglich rund 34 % des kumulierten EBITDA; für 2024 und 2025 zusammen sind es rund 20 %. Eine EBITDA-Bewertung schmeichelt diesem Geschäftsmodell daher stärker als jedem anderen Wert der Vergleichsgruppe.

Das Auftragsbuch ist konzentriert. Von den 422,4 Mio. EUR Auftragseingang im zweiten Quartal 2026 entfielen 350,3 Mio. EUR auf nordamerikanische Rechenzentren. Der Auftragseingang außerhalb Nordamerikas wuchs zwar um 57 % auf 72,1 Mio. EUR, doch die Bewertung preist eine Diversifizierung ein, die im Auftragsbestand noch nicht abgebildet ist.

Die Berichterstattung verzögert sich zum ungünstigsten Zeitpunkt. Die ERP-Migration bei der 2G Heek GmbH verschob den Jahresabschluss 2025 vom 21. Mai auf den 30. Juni 2026 und den Halbjahresbericht 2026 in den Oktober. Investoren sollen einen Sprung in der Unternehmensgröße auf Basis einer sechs Monate alten Bilanz unterschreiben.

Der Working-Capital-Bedarf ist die zentrale Bewertungsfrage. Selbst bei einem Rückgang des Trade Working Capital von 50 % auf 42 % vom Umsatz bindet der Weg von 398,6 Mio. EUR auf 700 Mio. EUR Umsatz bis 2028 rund 95 Mio. EUR zusätzliche Mittel. Dem steht ein Eigenkapital von 156,6 Mio. EUR gegenüber. Wir unterstellen im Basisszenario eine Nettofinanzverschuldung von rund 30 Mio. EUR zum Jahresende 2026; im Negativszenario ist eine Eigenkapitalmaßnahme von etwa 10 % des Grundkapitals der wahrscheinlichste Ausgang.

Der regulatorische Rückenwind in Deutschland ist real, wirkt aber später als angenommen. Die Bundesregierung hat sich im Januar 2026 mit der Europäischen Kommission auf die Eckpunkte der Kraftwerksstrategie verständigt; erste Ausschreibungen für rund 11 GW steuerbare Kapazität starten 2026. Der umfassende Kapazitätsmarkt wird jedoch erst im Laufe des Jahres 2027 eingeführt und wirkt ab 2032. Für den Bewertungshorizont der nächsten zwölf bis 24 Monate ist er kein Ergebnistreiber.



Das Wettbewerbsumfeld verschärft sich genau dort, wo das Wachstum stattfindet. INNIO, Caterpillar, Cummins und Rolls-Royce mtu adressieren den US-Rechenzentrumsmarkt mit schnellstartfähigen Gasaggregaten, mit deutlich größerer Fertigungskapazität, etablierten US-Servicenetzen und Bilanzen, die Kundenvorauszahlungen nicht benötigen.

Bewertung und Empfehlung. Unser DCF-Modell ergibt bei einem WACC von 9,75 % und einer ewigen Wachstumsrate von 2,0 % einen fairen Wert von 37,08 EUR je Aktie. Die Peer-Group-Bewertung auf Basis des 11,0-fachen EBITDA 2027e liefert 45,52 EUR, die Kapitalisierung eines normalisierten Free Cashflows von 30 Mio. EUR bei 4,5 % Rendite 35,49 EUR. Gewichtet ergibt sich ein Kursziel von 39,00 EUR, rund 35% unter dem aktuellen Kurs und deutlich unter dem Konsens-Kursziel von 65,50 EUR. Unsere Szenarioanalyse spannt eine Bandbreite von 37 EUR (Basis) bis 48 EUR (Bull) auf; selbst das Bull-Szenario liegt unter dem heutigen Kurs. Wir nehmen die Coverage mit **Verkaufen** auf.



Unternehmensprofil

Die 2G Energy AG mit Sitz in Heek, Nordrhein-Westfalen, wurde 1995 gegründet und entwickelt, produziert und installiert Anlagen zur dezentralen Energieversorgung. Das Produktportfolio umfasst Kraft-Wärme-Kopplungs-Anlagen im Leistungsbereich von 20 kW bis 4.500 kW für den Betrieb mit Erdgas, Biogas, Biomethan, Wasserstoff und anderen Schwachgasen, Großwärmepumpen von 100 kW bis 2.600 kW sowie Spitzenlast-Aggregate ab 500 kW elektrischer Leistung. KWK-Anlagen erreichen Wirkungsgrade von 90 % und mehr; die Arbeitszahl der Großwärmepumpen kann je nach Rahmenbedingungen auf bis zu 5 steigen. Weltweit sind über 10.000 Anlagen installiert.

Das Unternehmen beschäftigt mehr als 1.000 Mitarbeiter am Hauptsitz in Heek, in Nordamerika sowie an sechs weiteren europäischen Standorten und ist in mehr als 60 Ländern aktiv. Die Kundenbasis reicht von Stadtwerken, Energieversorgern und der Wohnungswirtschaft über landwirtschaftliche Biogasbetreiber, Industrie- und Gewerbekunden bis zu Krankenhäusern und seit 2025 zu Rechenzentrumsentwicklern in den USA. Rund ein Drittel des Konzernumsatzes entfällt auf wiederkehrendes Service- und Wartungsgeschäft; dies ist das qualitativ hochwertigste Element der Ergebnisrechnung und zugleich der Bereich, der 2025 am stärksten unter der ERP-Umstellung gelitten hat.

Aktionärsstruktur

Die Aktien der 2G Energy AG werden seit 2007 an der Börse gehandelt und sind in das Segment Scale der Frankfurter Wertpapierbörse einbezogen sowie im Auswahlindex Scale30 gelistet. Das Grundkapital beträgt 17.940.000 EUR und ist in 17.940.000 auf den Inhaber lautende Stückaktien eingeteilt. Der Konzernabschluss wird nach HGB aufgestellt; das Geschäftsjahr endet am 31. Dezember.

Rund 57 % der Aktien befinden sich im Streubesitz. Größter Einzelaktionär ist die Nex Gen Energy GmbH & Co. KG mit rund 29,6 %, über die Unternehmensgründer Christian Grotholt seine Beteiligung hält; Mitgründer Ludger Gausling hält rund 14,4 %. Auf institutioneller Seite sind unter anderem KBC Asset Management mit rund 2,1 %, DWS Investment mit rund 1,3 % und Lupus alpha Asset Management mit rund 1,2 % investiert.

Die Ankeraktionärsstruktur mit rund 43 % in festen Händen stabilisiert die Governance, begrenzt aber zugleich die Handelsliquidität: Das durchschnittliche Handelsvolumen der vergangenen 100 Handelstage lag bei rund 3,1 Mio. EUR pro Tag. Für institutionelle Investoren mit größeren Positionsgrößen ist dies eine relevante Restriktion, die wir in den Kapitalkosten über einen Small-Cap-Zuschlag berücksichtigen.

Für das Geschäftsjahr 2025 wurde eine Dividende von 0,21 EUR je Aktie ausgeschüttet; der Ex-Tag war der 20. August 2026, die Auszahlung erfolgte am 24. August 2026. Bei einer Ausschüttungsquote von rund 22 % und einer Dividendenrendite von 0,4 % ist die Dividende für die Anlageentscheidung nachrangig. Angesichts des Working-Capital-Bedarfs betrachten wir sie eher als Signal- denn als Ertragskomponente.

Vorstand und Aufsichtsrat

Der Vorstand der 2G Energy AG besteht aus drei Mitgliedern: Pablo Hofelich (CEO) verantwortet Strategie, Vertrieb, Service, Projektmanagement und IT, Friedrich Pehle (CFO) Finanzen, Personal, Recht



und Investor Relations sowie Frank Grewe (CTO) Einkauf, Produktion, Forschung und Entwicklung. Die operative Verantwortung für den Kapazitätsausbau und die Abarbeitung des Rekordauftragsbestands ist damit klar zugeordnet; zur Bewältigung des Auftragsbestands wurde Ende März 2026 eine neue Produktionshalle in Heek in Betrieb genommen.

Den Vorsitz des Aufsichtsrats führt Dr. Lukas Lenz, stellvertretender Vorsitzender ist Dr. Jürgen Vutz. Dem Gremium gehört zudem Unternehmensgründer Dipl.-Ing. Christian Grotholt an, der zum 8. August 2025 gemäß § 10.3 der Satzung durch die Next-Gen-Energy GmbH & Co. KG in den Aufsichtsrat entsandt wurde; seine Amtszeit endet mit Ablauf der Hauptversammlung, die über die Entlastung der Aufsichtsratsmitglieder für das Geschäftsjahr 2029 beschließt. Die ordentliche Hauptversammlung 2026 fand am 19. August 2026 in Ahaus statt.



Geschäftsmodell und Strategie

2G Energy operiert als integrierter Systemanbieter für dezentrale Energieerzeugung. Die Wertschöpfung reicht von Entwicklung und Fertigung der Aggregate über Projektierung und Installation bis zum langfristigen Service- und Wartungsvertrag sowie zur digitalen Netzintegration und Anlagensteuerung. Diese Kombination ist der Kern des Geschäftsmodells: Das Neuanlagengeschäft erzeugt Volumen und installierte Basis, das Servicegeschäft erzeugt Marge und Planbarkeit.

Das Unternehmen bündelt drei Erzeugertypen unter einem Dach, KWK-Anlagen, Großwärmepumpen und Spitzenlast-Aggregate und nutzt Synergien entlang Projektentwicklung, Beschaffung, überwiegend containerisierter Bauart, Kundenbasis, regulatorischem Rahmen, Vertriebswegen, digitaler Steuerung und Service. Die Sektorenkopplung, die für das Gelingen der Energiewende erforderlich ist, spiegelt sich damit unmittelbar im Portfolio wider.

Die strategische Priorität hat sich 2025/2026 verschoben. Bis 2024 war 2G ein europäisch geprägter Anbieter für Stadtwerke, Wohnungswirtschaft und Biogas. Mit der Umwandlung einer bestehenden Reservierung in einen Festauftrag über mehr als 100 Mio. EUR im Mai 2026 und weiteren Aufträgen im dreistelligen Millionenbereich ist das US-Rechenzentrumsgeschäft zum bestimmenden Wachstumstreiber geworden. Der Vorstand erwartet für das Gesamtjahr 2026 eine Book-to-Bill-Ratio von 2,5 oder mehr.

Kerngeschäft: KWK-Anlagen und Servicegeschäft

KWK-Anlagen erzeugen Strom und Wärme in einem Prozess und erreichen dadurch Gesamtwirkungsgrade von über 90 %. 2G deckt den Leistungsbereich von 20 kW bis 4.500 kW ab und betreibt die Anlagen mit Erdgas, Biogas, Biomethan, Klär- und Deponiegas sowie Wasserstoff. Die Fähigkeit, dieselbe Motorenplattform über mehrere Brennstoffe zu betreiben, ist die technologische Grundlage des Geschäftsmodells und der wesentliche Grund, warum das Portfolio mehrere regulatorische Zyklen überstanden hat.

Das Servicegeschäft ist der qualitativ beste Teil der Ergebnisrechnung. Mit über 10.000 installierten Anlagen verfügt 2G über eine Basis, die wiederkehrende Wartungs-, Ersatzteil- und Fernüberwachungserlöse trägt. Genau dieser Bereich war 2025 jedoch am stärksten von der ERP-Umstellung betroffen: Die verzögerte Einführung verursachte Einmalkosten und bremste einmalig das Umsatzwachstum im Service.

Die digitale Netzintegration stellt nach Unternehmensangaben eine hohe Markteintrittsbarriere dar. Im künftigen Strommarktdesign müssen dezentrale Erzeuger im Verbund mit Wind, Sonne und grünen Gasen steuerbar sein. Wir teilen diese Einschätzung grundsätzlich, halten den Schutz jedoch für begrenzt, sobald kapitalstärkere Wettbewerber denselben Anwendungsfall adressieren.

Die Wachstumsstrategie ruht auf drei Säulen:

- 1) **Kapazitätsausbau:** Steigerung der Maschinenauslieferungen um 25 bis 30 % im laufenden Geschäftsjahr, unterstützt durch die Ende März 2026 in Betrieb genommene Produktionshalle am Standort Heek;



- 2) **Internationalisierung:** Ausbau des nordamerikanischen Geschäfts, getragen von netzunabhängigen Containerlösungen für Rechenzentren und flankiert durch die 2025 vereinbarte Kooperation mit dem US-Unternehmen CK Power;
- 3) **Technologische Erweiterung:** Ausdehnung der Motorenplattform auf alternative Brennstoffe, zuletzt durch den am 3. August 2026 gemeldeten erfolgreichen Abschluss integrierter Ammonia-to-Power-Tests gemeinsam mit Amogy in Houston.

Produktsegmente

Das Portfolio gliedert sich in drei Erzeugertypen mit gemeinsamer Vertriebs- und Servicebasis, die jeweils unterschiedliche Nachfrageprofile bedienen und in unterschiedlichem Maße zum Wert beitragen.

Containerisierte Kraftwerke für Rechenzentren

Die containerisierte Bauart ist das Produkt, das 2G derzeit trägt. Rechenzentrumsentwickler in den USA benötigen gesicherte Leistung, bevor ein Netzanschluss verfügbar ist; 2G liefert seriell gefertigte, transportfähige Gaskraftwerke mit kurzer Vorlaufzeit. Im Mai 2026 wurde eine bestehende Reservierung in einen Festauftrag mit einem Volumen von über 100 Mio. EUR umgewandelt; weitere Aufträge im dreistelligen Millionenbereich folgten. Insgesamt entfielen im zweiten Quartal 2026 350,3 Mio. EUR Auftragseingang auf US-Rechenzentren.

- 1) **Lieferzeit:** serielle Fertigung und containerisierte Bauart verkürzen die Zeit bis zur ersten Kilowattstunde erheblich gegenüber konventionellen Kraftwerksprojekten;
- 2) **Skalierung:** die Ende März 2026 in Betrieb genommene Produktionshalle in Heek soll ab dem zweiten Halbjahr 2026 helfen, den Auftragsbestand effizient und zügig abzuarbeiten;
- 3) **Brennstoffpfad:** die Ammoniak-Option aus der Amogy-Kooperation adressiert den Bedarf an CO₂-freier, grundlastfähiger Erzeugung im Rechenzentrumsumfeld;
- 4) **Risiko:** mehrjährige Festpreislieferungen mit US-Content-, Zoll- und Inbetriebnahmekostenexposure binden Working Capital, bevor Umsatz realisiert wird.

Wir bewerten das Rechenzentrumsgeschäft als echten Produkterfolg, zugleich aber als Konzentrationsrisiko in der Bilanz. Der Auftragsbestand ist real; die entscheidende Frage ist, zu welchen Zahlungsbedingungen er abgearbeitet wird. Ohne Offenlegung von Anzahlungs- oder Meilensteinregelungen lässt sich der Finanzierungsbedarf nicht abschließend beurteilen.

Eine belastbare Offenlegung dieser Bedingungen wäre aus unserer Sicht der wirksamste einzelne Schritt, mit dem das Management die Bewertungslücke zwischen Auftragsbuch und Aktienkurs schließen könnte.

Wir gehen davon aus, dass ein Teil des US-Auftragsvolumens mit Anzahlungen unterlegt ist, jedoch in deutlich geringerem Umfang als im Reservierungsjahr 2024, andernfalls wäre der Cashflow-Verlauf des Jahres 2025 nicht erklärbar.



Großwärmepumpen und Spitzenlast-Aggregate

Großwärmepumpen im Bereich von 100 kW bis 2.600 kW adressieren die Dekarbonisierung von Wärmenetzen, Industrieprozessen und großen Liegenschaften. Der Bereich nutzt dieselbe Kunden- und Servicebasis wie das KWK-Geschäft und ist damit vertrieblich kapitaleffizient. Spitzenlast-Aggregate ab 500 kW elektrischer Leistung ergänzen das Portfolio für Netzstabilisierung und Reservekapazität.

Der europäische Markt für Industriewärmepumpen ist strukturell attraktiv, aber gemessen am KWK-Geschäft klein: Er wurde für 2024 auf 426,3 Mio. USD geschätzt und soll bis 2034 mit einer jährlichen Wachstumsrate von 6,5 % auf 794,2 Mio. USD steigen. Für 2G ist der Bereich damit ein Diversifikations-, kein Skalierungshebel.

Wir erwarten, dass die Wärmepumpe mittelfristig eine wichtigere Rolle für die Margenqualität als für das Volumen spielt, insbesondere sobald das für 2026 angekündigte Wärmepaket der Bundesregierung und die Neuregelung der Bundesförderung für effiziente Wärmenetze Investitionssicherheit schaffen.

Biogas und Bestandsgeschäft in Deutschland

Das deutsche Biogasgeschäft ist das historische Fundament von 2G und erlebt derzeit einen erheblichen Nachfrageschub durch die Flexibilisierung von Bestandsanlagen. Betreiber rüsten auf höhere installierte Leistung bei gleicher Gasproduktion um, um Strom dann zu erzeugen, wenn Wind- und Solareinspeisung fehlt. Für 2G bedeutet das Ersatz- und Erweiterungsaufträge in einer installierten Basis, die das Unternehmen bereits betreut.

Der Auftragseingang außerhalb Nordamerikas wuchs im ersten Halbjahr 2026 um 57 % auf 72,1 Mio. EUR. Das ist der beste verfügbare Beleg dafür, dass die Nachfrage nicht ausschließlich am Rechenzentrumsthema hängt, zugleich zeigt der Betrag die Größenordnung: Er entspricht rund 15 % des gesamten Halbjahresauftragseingangs.

Zusätzlich hat 2G nach eigenen Angaben begonnen, Aufträge aus dem Bergbau im mittleren zweistelligen Megawattbereich zu buchen. Die Diversifizierungsargumentation ist damit nicht leer, gemessen am Gesamtvolumen aber weiterhin nachrangig.

Kapazitäts- und Investitionsplanung

Die zentrale operative Aufgabe der kommenden 18 Monate ist nicht die Gewinnung von Nachfrage, sondern deren Abarbeitung. Das Management hat sich für 2026 eine Steigerung der Maschinenauslieferungen um 25 bis 30 % vorgenommen und dafür Ende März 2026 eine neue Produktionshalle in Betrieb genommen.

Wir unterstellen Investitionen von 18 Mio. EUR im Jahr 2026 und 20 bis 24 Mio. EUR jährlich im weiteren Planungsverlauf. Der eigentliche Mittelbedarf entsteht jedoch nicht im Anlage-, sondern im Umlaufvermögen: Die Vorräte stiegen 2025 von 88,7 auf 126,0 Mio. EUR, die Forderungen von 69,3 auf 95,2 Mio. EUR.

Dem Management stehen aus unserer Sicht drei Hebel zur Verfügung: Kundenanzahlungen, zusätzliche Fremdfinanzierung oder Eigenkapital. Nur der erste ist kostenfrei und nur er ist bislang nicht offengelegt.



Berichterstattung und interne Kontrollen

Die ERP-Migration bei der 2G Heek GmbH hat mehr als operative Einmalkosten verursacht; sie hat den gesamten Berichtszyklus verschoben:

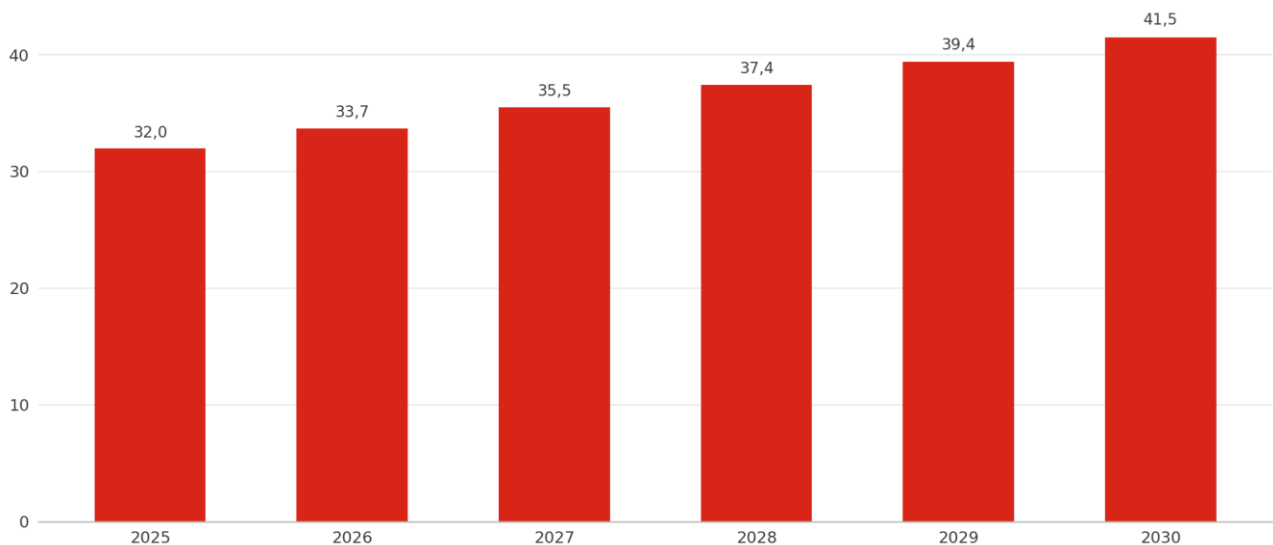
- 1) Der Jahresabschluss 2025 wurde vom ursprünglich geplanten 21. Mai auf den 30. Juni 2026 verschoben;
- 2) Vorläufige Kennzahlen zum ersten Halbjahr 2026 sind für den 29. September 2026 angekündigt;
- 3) Der vollständige Halbjahresbericht 2026 folgt erst im Oktober 2026; ein exaktes Datum ist bislang nicht fixiert;
- 4) Die Einmalkosten der verzögerten ERP-Einführung belasteten das Ergebnis 2025 und bremsten einmalig das Umsatzwachstum im Servicebereich.
- 5) Wir betrachten dies als Governance-Sachverhalt mit Bewertungsrelevanz. Eine verspätete Berichterstattung während einer Phase schneller Bilanzausweitung rechtfertigt aus unserer Sicht einen Bewertungsabschlag, unabhängig von der Qualität des zugrunde liegenden Geschäfts.



Markt

Der Weltmarkt für Kraft-Wärme-Kopplung wird für 2025 auf rund 32,0 Mrd. USD geschätzt und soll bis 2030 mit einer jährlichen Wachstumsrate von 5,3 % auf 41,5 Mrd. USD steigen. Das Wachstum ist solide, aber nicht spektakulär und es erklärt für sich genommen nicht die Kursentwicklung der 2G-Aktie. Der eigentliche Treiber liegt in einem Teilsegment, das in dieser Marktabgrenzung nur unvollständig erfasst wird: der netzunabhängigen Stromversorgung von Rechenzentren. Daneben adressiert 2G mit Großwärmepumpen den europäischen Industriemarkt und mit Biogas-Flexibilisierung sowie Spitzenlast-Aggregaten den deutschen Heimatmarkt.

Weltweiter Markt für Kraft-Wärme-Kopplung (in Mrd. USD)



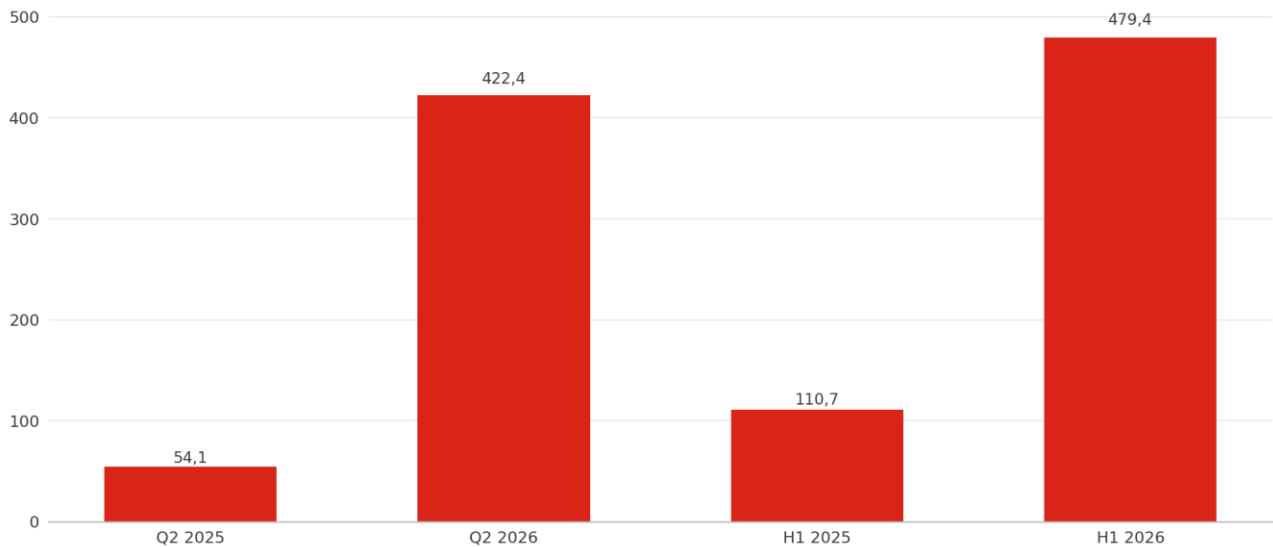
Quelle: MarketsandMarkets; Interpolation PCR

Rechenzentren: netzunabhängige Erzeugung in Nordamerika

In Nordamerika haben Netzengpässe und mehrjährige Anschlusswarteschlangen dazu geführt, dass Behind-the-Meter- und Brückenerzeugung zu einem Standardbestandteil der Rechenzentrumsplanung geworden sind. Für 2G bedeutet dies einen Nachfragesprung ohne Beispiel in der Unternehmensgeschichte: Der Auftragseingang im zweiten Quartal 2026 erreichte 422,4 Mio. EUR nach 54,1 Mio. EUR im Vorjahresquartal, davon 350,3 Mio. EUR aus US-Rechenzentren. Im ersten Halbjahr 2026 summierte sich der Auftragseingang auf 479,4 Mio. EUR nach 110,7 Mio. EUR im Vorjahreszeitraum. Zum Vergleich: Der Umsatz mit Neuanlagen betrug im gesamten Jahr 2025 229,1 Mio. EUR.



Auftragseingang 2G Energy AG (in Mio. EUR)



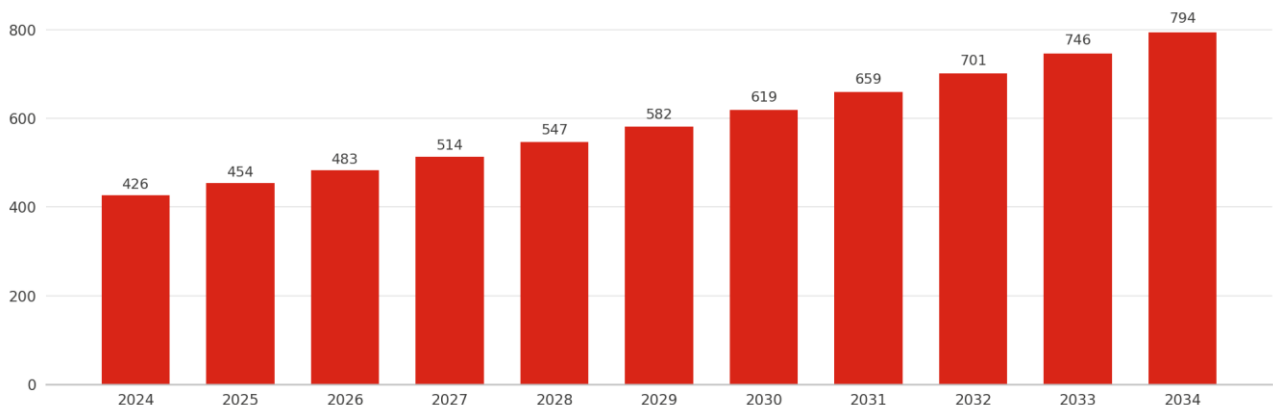
Quelle: Unternehmensangaben; PCR

Großwärmepumpen: europäischer Industriemarkt

Der europäische Markt für Industriewärmepumpen wurde für 2024 auf 426,3 Mio. USD geschätzt; bis 2034 wird ein Anstieg auf 794,2 Mio. USD bei einer jährlichen Wachstumsrate von 6,5 % erwartet. Getragen wird die Entwicklung von der Dekarbonisierung industrieller Prozesswärme, dem Ausbau von Wärmenetzen und regulatorischen Anreizen.

Für 2G ist dieses Segment strategisch wichtiger, als sein Volumen nahelegt: Es nutzt dieselbe Kundenbasis, dieselben Vertriebswege und dieselbe Serviceorganisation wie das KWK-Geschäft und verlängert damit die Nutzungsdauer der installierten Basis in einem Umfeld, in dem fossile Verbrennung politisch unter Druck steht. Als eigenständiger Ergebnistreiber ist der Bereich innerhalb unseres Planungshorizonts jedoch zu klein.

Europäischer Markt für Industriewärmepumpen (in Mio. USD)



Quelle: Global Market Insights; PCR



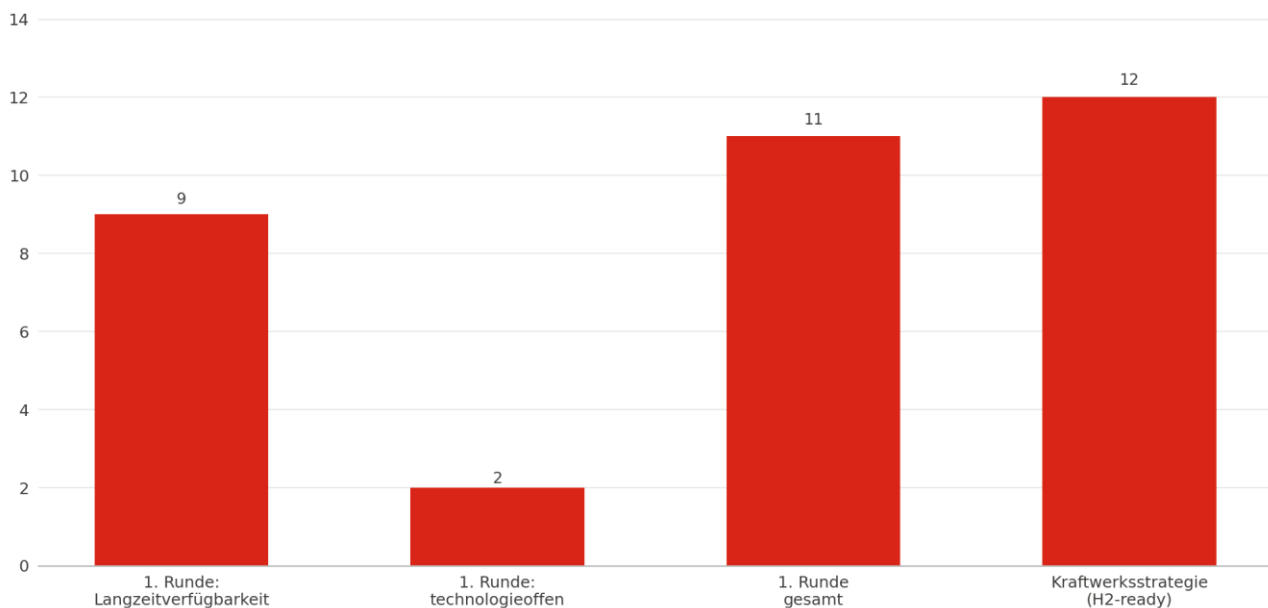
Deutschland: Kraftwerksstrategie, Kapazitätsmarkt und KWKG

Das Bundeswirtschaftsministerium hat sich im Januar 2026 im Grundsatz mit der Europäischen Kommission auf die Kraftwerksstrategie geeinigt. Noch im Jahr 2026 sollen Ausschreibungen für 12 GW wasserstofffähige Gaskraftwerke starten; die beihilferechtliche Genehmigung steht nach Vorlage des Gesetzentwurfs allerdings noch aus.

Mit dem Stromversorgungskapazitätsgesetz (StromVKG) wurde der gesetzliche Rahmen für neue steuerbare Kapazitäten geschaffen. Zunächst werden 11 GW ausgeschrieben, davon 9 GW mit besonderen Anforderungen an die Langzeitverfügbarkeit ab 2031 und 2 GW technologieoffen; weitere technologieoffene Ausschreibungen sind für 2027 und 2029 vorgesehen. Die Gebotstermine für die Langzeitkapazität liegen nach dem Entwurf am 1. September und am 8. Dezember 2026.

Für die zeitliche Einordnung ist entscheidend: Der umfassende Kapazitätsmarkt soll im Laufe des Jahres 2027 eingeführt werden und ab 2032 sicherstellen, dass ausreichend steuerbare Kapazität im System ist. Die Novelle des KWKG mit Laufzeitverlängerung wird für Ende 2026 erwartet. Beide Vorhaben stützen die strukturelle Nachfrage nach dezentraler, flexibler Gaskapazität, sie sind jedoch keine Ergebnistreiber innerhalb unseres Bewertungshorizonts von zwölf bis 24 Monaten.

Ausschreibungsvolumen steuerbare Kapazität in Deutschland (in GW)



Quelle: BMW, StromVKG; PCR

Wettbewerbsumfeld

Der Wettbewerb um schnellstartfähige Gasaggregate für Rechenzentren hat sich innerhalb von zwölf Monaten von einem Nebenmarkt zu einer strategischen Priorität mehrerer global aufgestellter Anbieter entwickelt. Neben 2G adressieren INNIO mit den Jenbacher-Typen J920 Flextra und J620, Caterpillar, Cummins sowie Rolls-Royce diesen Markt; Rolls-Royce hat für den US-Markt ab 2026 ein in 45 Sekunden startfähiges mtu-Gasaggregat vom Typ 20V4000 angekündigt. Diese Anbieter verfügen über deutlich größere Fertigungskapazitäten, etablierte US-Servicenetze und Bilanzen, die Zahlungsbedingungen ohne Kundenvorauszahlungen finanzieren können.



Die Positionierung von 2G im Kleinleistungsbereich bleibt eigenständig. Das Unternehmen produziert containerisierte, netzunabhängige Erzeugungseinheiten im Leistungsbereich von 20 kW bis 4.500 kW seriell und mit kurzen Lieferzeiten, betrieben mit Erdgas, Biogas, Biomethan, Wasserstoff und weiteren Schwachgasen; weltweit sind über 10.000 Anlagen installiert. Rund ein Drittel des Konzernumsatzes stammt aus wiederkehrendem Service- und Wartungsgeschäft. Der Vorsprung in Modularität, Wirkungsgrad, Brennstoffflexibilität und Lieferzeit ist im unteren und mittleren Leistungsbereich belegbar; er wird jedoch genau in dem Leistungsband angegriffen, in dem der Nachfragezuwachs aus dem Rechenzentrumsgeschäft stattfindet.

INNIO ist unter den notierten Wettbewerbern der technologisch nächstgelegene Vergleichswert. Die Jenbacher-Motoren sind ebenfalls Kraft-Wärme-Kopplungs- und Trigenerationsanlagen, laufen auf demselben Brennstoffspektrum von Erdgas über Biogas und Biomethan bis zu Wasserstoff und werden in denselben Anwendungen einschließlich Rechenzentren eingesetzt; ihr Leistungsbereich von 250 kW bis 10,6 MW überschneidet sich mit dem von 2G und reicht darüber hinaus. Nach Größe unterscheiden sich beide Unternehmen erheblich: INNIO erzielte 2025 einen Umsatz von 2.244 Mio. EUR bei einem EBITDA von 430 Mio. EUR, 2G einen Umsatz von 398 Mio. EUR bei einem EBITDA von 33 Mio. EUR. Von Jenbacher wurden bislang rund 27.500 Systeme mit einer Gesamtleistung von 41 GW ausgeliefert.

INNIO ist seit dem 4. Juni 2026 an der Nasdaq notiert (INIO) und damit erstmals direkt bewertbar; die Emission wurde auf 90 Mio. Aktien zu 27 USD aufgestockt. Die Aktie erreichte am 18. Juni 2026 ein Hoch von 37,45 USD und notierte am 9. September 2026 bei 20,78 USD, rund 23 % unter dem Emissionspreis und rund 45 % unter dem Hoch. Der Kursrückgang erfolgte in einem Zeitraum, in dem INNIO den Quartalsumsatz auf 937,7 Mio. USD steigerte, einen Rechenzentrumsauftrag über rund 1,1 GW Gasmotorenleistung verbuchte und die Umsatzprognose für 2026 auf 3,8 bis 3,9 Mrd. USD stellte, während das bereinigte Ergebnis je Aktie von 0,09 auf 0,08 USD zurückging.

Wir halten auch INNIO auf dem aktuellen Kursniveau für hoch bewertet. Auf Basis eines Enterprise Value von 15,1 Mrd. EUR entspricht der Kurs dem 35,0-fachen des berichteten EBITDA 2025 und dem 38,8-fachen des EBITDA der letzten zwölf Monate per 30. Juni 2026, in beiden Fällen der höchste Wert der Vergleichsgruppe, deren Median bei 26,9x beziehungsweise 23,9x liegt. Der Kursrückgang seit dem Börsengang hat diese Prämie folglich reduziert, aber nicht beseitigt. Wir führen für INNIO keine Coverage; die Einordnung dient ausschließlich der Kalibrierung der Vergleichsgruppe und ist keine Anlageempfehlung für diesen Titel.

Für die Bewertung von 2G ist relevant, dass die Kapazitätsausweitung im Wettbewerb bereits angelaufen ist. INNIO hat im August 2026 Investitionen von über 300 Mio. USD in sein US-Werk in Waukesha und mehr als 500 zusätzliche Arbeitsplätze angekündigt. Wir gehen davon aus, dass zusätzliche Kapazität in den Jahren 2027 und 2028 in den Markt kommt und sich die derzeitige Preissetzung entsprechend normalisiert. In der Bewertung schlägt sich diese Annahme in einer EBIT-Marge von 12,5 % im eingeschwungenen Zustand nieder deutlich oberhalb des historischen Niveaus, aber unterhalb dessen, was ein anhaltender Nachfrageüberhang erlauben würde.

Die folgende Übersicht stellt 2G den börsennotierten Wettbewerbern gegenüber, die den US-Rechenzentrumsmarkt mit Gasaggregaten adressieren. Die Multiplikatoren beruhen auf berichteten EBITDA-Größen; die Bewertung dieser Studie verwendet abweichend das 11,0-fache EBITDA 2027e.





Unternehmen	Ticker	Marktkap. (€ Mio.)	Enterprise Value (€ Mio.)	EBITDA 2025 (€ Mio.)	EV/EBITDA (2025)	EBITDA LTM (€ Mio.)	EV/EBITDA (LTM)	Kursdatum
Cummins Inc.	CMI	66.465,2	71.132,7	4.417,7	16,1x	4.396,0	16,2x	04.09.2026
Wärtsilä Oyj Abp	WRT1V	17.167,6	15.506,6	876,0	17,7x	865,0	17,9x	07.09.2026
Caterpillar Inc.	CAT	322.141,2	355.892,4	11.883,6	29,9x	14.231,0	25,0x	04.09.2026
Rolls-Royce Holdings plc	RR.	144.146,3	141.720,5	5.274,7	26,9x	5.920,4	23,9x	07.09.2026
INNIO N.V.	INIO	13.412,2	15.066,0	429,9	35,0x	388,2	38,8x	04.09.2026
Median		66.465,2	71.132,7	4.417,7	26,9x	4.396,0	23,9x	
Mittelwert		112.666,5	119.863,6	4.576,4	25,1x	5.160,1	24,4x	
2G Energy AG	2GB	1.079,1	1.089,3	33,4	32,6x	33,4	32,6x	07.09.2026
Abschlag (-)/Aufschlag (+) ggü. Median					21,4%		36,2%	
Impliziter fairer Wert					49,45		44,00	

Quelle: S&P Capital IQ (Stand 07.09.2026); Einordnung PCR

Finanzen

Annahmen zu den Grundkennzahlen

Sämtliche historischen Finanzkennzahlen dieser Studie beruhen auf den standardisierten Konzernzahlen von S&P Capital IQ für die 2G Energy AG (in EUR; Jahresabschluss 2025 hinterlegt am 30. Juni 2026). Sie können von der eigenen Darstellung des Unternehmens abweichen: 2G berichtet für 2025 eine Gesamtleistung von 409,2 Mio. EUR und eine EBIT-Marge von 6,6 %, während die standardisierte Umsatzabgrenzung 398,6 Mio. EUR und eine EBIT-Marge von 6,1 % ergibt. Wir verwenden die standardisierte Basis durchgängig, damit Kennzahlen, Multiplikatoren und Bewertung konsistent bleiben.

Das Geschäftsjahr 2025 war ein Jahr, in dem der Umsatz wuchs und praktisch jede Ergebniskennzahl zurückging. Der Umsatz stieg um 5,7 % auf 398,6 Mio. EUR, das EBITDA fiel um 19 % auf 33,4 Mio. EUR, die EBITDA-Marge von 10,9 % auf 8,4 %, das EBIT auf 24,4 Mio. EUR und das Konzernergebnis auf 16,8 Mio. EUR beziehungsweise 0,93 EUR je Aktie nach 1,32 EUR im Vorjahr. Ursächlich waren Einmalkosten der ERP-Einführung und Ineffizienzen in der deutschen Serviceorganisation.

Die eigentliche Nachricht des Jahres liegt im Cashflow. Der operative Cashflow drehte von +53,3 Mio. EUR auf -38,6 Mio. EUR, eine Verschiebung von 92 Mio. EUR. Nach Investitionen von 8,7 Mio. EUR ergab sich ein Free Cashflow von -47,2 Mio. EUR, der schwächste Wert der Börsenhistorie und rund 12 % des Umsatzes. Dabei ist zu berücksichtigen, dass 2024 durch Kundenanzahlungen auf Rechenzentrumsreservierungen begünstigt war: Der operative Cashflow überstieg das EBITDA um rund 12 Mio. EUR ein Effekt, der nicht wiederholbar ist.

In der Bilanz wurde aus einer Nettoliquidität von 43,1 Mio. EUR zum Jahresende 2024 eine Nettofinanzverschuldung von 10,2 Mio. EUR. Die Bruttofinanzverbindlichkeiten stiegen von 6,9 auf 24,2 Mio. EUR, die liquiden Mittel fielen von 50,0 auf 14,0 Mio. EUR. Die Vorräte erhöhten sich von 88,7 auf 126,0 Mio. EUR und die Forderungen von 69,3 auf 95,2 Mio. EUR, nur teilweise ausgeglichen durch einen Anstieg der Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen von 9,5 auf 22,0 Mio. EUR. Das Trade Working Capital erreichte damit 50 % vom Umsatz.

Die Liquiditätsumwandlung ist die zentrale Kennzahl dieser Studie. Über den Zeitraum 2016 bis 2025 entsprach der kumulierte operative Cashflow rund 34 % des kumulierten EBITDA; für die Jahre 2024 und 2025 zusammen sind es rund 20 %. Beide Betrachtungen führen zur selben Schlussfolgerung: Das EBITDA überzeichnet die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit dieses Geschäftsmodells erheblich und eine Bewertung auf EBITDA-Basis überzeichnet sie ebenso.



Ableitung der GuV-Prognose

Für 2026 unterstellen wir einen Umsatz von 485 Mio. EUR. Das Unternehmen hat seine Prognose am oberen Ende von 490 Mio. EUR bei einer EBIT-Marge von 9,5 bis 10,5 % bestätigt; der Marktkonsens liegt bei 485 Mio. EUR. Wir setzen die EBIT-Marge am unteren Ende der Bandbreite bei 9,5 % an, da das erste Quartal 2026 mit einem Umsatz von 54,2 Mio. EUR (Vorjahr: 69,9 Mio. EUR) und einer EBIT-Marge von -7,6 % (Vorjahr: -4,7 %) schwächer ausfiel und der Ergebnisbeitrag des Rechenzentrumsgeschäfts erst im vierten Quartal einsetzt.

Für 2027 unterstellen wir 595 Mio. EUR Umsatz, die Mitte der Unternehmensprognose von 570 bis 620 Mio. EUR bei einer EBIT-Marge von 11,0 %. Damit liegen wir unter dem Konsens von 620 Mio. EUR Umsatz und 81,1 Mio. EUR EBITDA. Der Grund ist nicht Skepsis gegenüber dem Auftragsbestand, sondern gegenüber der Geschwindigkeit seiner Abarbeitung: Ein Kapazitätshochlauf dieser Größenordnung geht typischerweise mit Anlaufkosten, Nachträgen und erhöhtem Inbetriebnahmeaufwand einher.

Ab 2028 modellieren wir eine Verlangsamung des Umsatzwachstums von 17,6 % auf 9,0 % im Jahr 2030 sowie eine EBIT-Marge, die sich bei 12,5 % einpendelt. Diese Marge liegt deutlich über dem historischen Durchschnitt und berücksichtigt die Skaleneffekte des Containergeschäfts; sie liegt zugleich unter dem, was ein anhaltender Nachfrageüberhang erlauben würde, weil wir eine Normalisierung der Preissetzung mit dem Kapazitätszubau der Wettbewerber ab 2027/2028 erwarten.

Die Working-Capital-Annahme ist der entscheidende Hebel der gesamten Bewertung. Wir unterstellen einen Rückgang des Trade Working Capital von 50 % des Umsatzes im Jahr 2025 auf 49 % im Jahr 2026, 45 % im Jahr 2027 und schrittweise auf 38 % ab 2031. Selbst unter dieser deutlichen Verbesserung bindet der Umsatzhochlauf zwischen 2026 und 2028 rund 95 Mio. EUR zusätzliche Mittel. Daraus resultieren ein negativer Free Cashflow von 15,9 Mio. EUR im Jahr 2026, ein nahezu ausgeglichener Wert im Jahr 2027 und eine Nettofinanzverschuldung, die zum Jahresende 2026 auf rund 30 Mio. EUR steigt, bevor sie ab 2028 zurückgeführt wird.



GuV-Prognose

Konzern-GuV (in Mio. Euro)	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Umsatzerlöse	485,000	595,000	700,000	780,000	850,000
Materialaufwand	-288,600	-351,100	-409,500	-452,400	-493,000
Personalaufwand					
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-140,400	-167,000	-193,500	-215,600	-234,800
EBITDA	56,000	76,900	97,000	112,000	122,200
Planm. Abschreibungen (exkl. PPA)	-10,000	-11,500	-13,000	-14,500	-16,000
Bereinigtes EBITA	46,000	65,400	84,000	97,500	106,200
PPA	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Wertminderungen/Wertaufholungen	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
EBIT	46,000	65,400	84,000	97,500	106,200
Finanzergebnis	-2,500	-3,500	-3,000	-2,000	-1,000
Vorsteuerergebnis	43,500	61,900	81,000	95,500	105,200
Steuern	-13,100	-18,600	-24,300	-28,700	-31,600
Ergebnis aufgegebene Geschäftsbereiche	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Jahresüberschuss vor Anteile Dritter	30,400	43,300	56,700	66,800	73,600
Anteile Dritter	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Jahresüberschuss	30,400	43,300	56,700	66,800	73,600
Anzahl Aktien (ausstehend)	17,940	17,940	17,940	17,940	17,940
Anzahl Aktien (gesamt)	17,940	17,940	17,940	17,940	17,940
EPS (ausstehende Aktien)	1,69	2,41	3,16	3,72	4,10
EPS (gesamte Aktien)	1,69	2,41	3,16	3,72	4,10
DPS	0,25	0,35	0,45	0,55	0,60

Quelle: Unternehmensangaben (Historie)/PCR (Prognose)

Kennzahlen-Übersicht	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Bewertungskennzahlen					
EV/Umsatz	2,25	1,83	1,56	1,40	1,28
EV/EBITDA	19,45	14,17	11,23	9,73	8,91
EV/EBIT	23,68	16,66	12,97	11,17	10,26
KGV	35,50	24,92	19,03	16,15	14,66
Preis/Buchwert	5,88	4,85	3,96	3,26	
Rentabilitätskennzahlen in %					
Bruttomarge	40,5%	41,0%	41,5%	42,0%	42,0%
EBITDA-Marge	11,5%	12,9%	13,9%	14,4%	14,4%
EBIT-Marge	9,5%	11,0%	12,0%	12,5%	12,5%
Vorsteuermarge	9,0%	10,4%	11,6%	12,2%	12,4%
Nettomarge	6,3%	7,3%	8,1%	8,6%	8,7%
ROE	16,6%	19,5%	20,8%	20,2%	
Finanzkennzahlen					
Dividendenrendite	0,4%	0,6%	0,7%	0,9%	1,0%
Sonstige Kennzahlen					
Working capital/Umsatz (in %)	49,0%	45,0%	42,0%	40,0%	140,0%
Abschreibungen/Umsatz (in %)	2,1%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%
Steuerrate (in %)	30,1%	30,0%	30,0%	30,1%	30,0%

Quelle: PCR



Bewertung

Prognose-, GuV- und Bewertungsannahmen

Wir bewerten 2G Energy primär über ein DCF-Modell mit einer zehnjährigen Detailplanungsphase von 2026 bis 2035 und validieren das Ergebnis über eine Peer-Group-Bewertung sowie die Kapitalisierung eines normalisierten Free Cashflows. Die Wahl des DCF als Primärmethode ist bei diesem Unternehmen keine Formalie: Eine reine EBITDA-Bewertung würde genau jene Schwäche ausblenden, die den Investment Case bestimmt.

Die Kapitalkosten leiten wir aus einem risikofreien Zins von 2,75 %, einer Marktrisikoprämie von 5,75 %, einem verschuldeten Beta von 1,20 und einem Small-Cap-Zuschlag von 1,00 % ab. Daraus ergeben sich Eigenkapitalkosten von 10,65 %. Bei Fremdkapitalkosten von 3,15 % nach Steuern und einer Zielverschuldung von 12 % beträgt der gewichtete Kapitalkostensatz 9,75 %. Die ewige Wachstumsrate setzen wir bei 2,0 % an, den Steuersatz bei 30 %.

Der Small-Cap-Zuschlag reflektiert die Handelsliquidität von rund 3,1 Mio. EUR pro Tag und die Notierung im Freiverkehrssegment Scale, nicht die operative Qualität des Unternehmens. Ein separater Governance-Abschlag für die verspätete Berichterstattung ist in den Kapitalkosten nicht abgebildet; er ist stattdessen in unserer bewusst konservativen Mergen- und Working-Capital-Planung enthalten.

Wesentliche Werttreiber sind die Geschwindigkeit der Auftragsabarbeitung, das Niveau der eingeschwungenen EBIT-Marge und die Working-Capital-Intensität. Die Sensitivitätsanalyse zeigt eine Spanne des fairen Werts von 29,7 EUR bis 49,5 EUR je Aktie über Kapitalkosten von 8,75 bis 10,75 % und ewige Wachstumsraten von 1,0 bis 3,0 %.

Nicht in der Bewertung berücksichtigt sind mögliche Kapitalmaßnahmen. Sollte 2G den Working-Capital-Bedarf über eine Eigenkapitalerhöhung von rund 10 % des Grundkapitals decken, reduziert sich der faire Wert je Aktie um rund 9 %, sofern der Emissionserlös keinen zusätzlichen Ertragswert schafft. Wir halten dies für das wahrscheinlichste Negativszenario der kommenden zwölf Monate.



DCF-Bewertung

	2026 E	2027 E	2028 E	2029 E	2030 E	2031 E	2032 E	2033 E	2034 E	2035 E
Umsatz	485,0	595,0	700,0	780,0	850,0	910,0	964,0	1.013,0	1.053,0	1.085,0
EBITDA	56,1	77,0	97,0	112,0	122,3	130,8	138,5	145,6	151,1	155,6
EBITDA-Marge	11,6%	12,9%	13,9%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	14,3%
EBIT	46,1	65,5	84,0	97,5	106,3	113,8	120,5	126,6	131,6	135,6
EBIT-Marge	9,5%	11,0%	12,0%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%
Steuern	-13,8	-19,6	-25,2	-29,3	-31,9	-34,1	-36,2	-38,0	-39,5	-40,7
+ Abschreibungen	10,0	11,5	13,0	14,5	16,0	17,0	18,0	19,0	19,5	20,0
- Investitionen	18,0	20,0	21,0	20,0	20,0	20,5	21,5	22,5	23,5	24,0
- Veränderung WC	38,5	30,1	26,3	18,0	15,3	18,6	20,5	18,6	15,2	12,2
Operativer Cashflow	-14,2	7,2	24,6	44,8	55,1	57,6	60,3	66,5	72,9	78,8
Diskontierungsfaktor	0,95	0,87	0,79	0,72	0,66	0,60	0,55	0,50	0,45	0,41
Wert operativer CF (heute)	-13,6	6,3	19,5	32,3	36,3	34,5	33,0	33,1	33,1	32,6
Kum. Wert der operativen CF	247,0									
Barwert des Restwertes	428,4									
Unternehmenswert	675,4									
- Nettoverschuldung	10,2									
- Anteile Dritter	0,0									
Wert des Eigenkapitals	665,2									
Fairer Wert je Aktie in €	37,1									
Kurspotenzial in %.	62%									
WACC	9,75%									
Langfristige Wachstumsrate	2%									
Quelle: PCR										

		WACC								
		7,8%	8,3%	8,8%	9,3%	9,75%	10,3%	10,8%	11,3%	11,8%
Ewige Wachstumsrate	1,00%	47,25	43,27	39,82	36,80	34,14	31,78	29,67	27,78	26,07
	1,50%	50,01	45,56	41,73	38,42	35,52	32,96	30,69	28,67	26,85
	2,00%	53,25	48,21	43,93	40,26	37,08	34,29	31,83	29,65	27,70
	2,50%	57,10	51,32	46,48	42,38	38,85	35,79	33,11	30,75	28,65
	3,00%	61,77	55,03	49,48	44,83	40,88	37,49	34,55	31,98	29,70
	3,50%	67,54	59,52	53,04	47,71	43,24	39,45	36,19	33,36	30,89
	4,00%	74,84	65,06	57,36	51,14	46,01	41,72	38,08	34,94	32,22

Source: PCR, Quelle: S&P Capital IQ (Nettofinanzverschuldung zum 31.12.2025)

Mit einem gewichteten Kapitalkostensatz von 9,75 % beträgt der faire Wert je Aktie 37,08 EUR. Die Peer-Group-Bewertung mit dem 11,0-fachen des von uns erwarteten EBITDA 2027 von 77,0 Mio. EUR, ein bewusster Abschlag auf die diversifizierten Motorenhersteller wegen Liquiditätsumwandlung, Kundenkonzentration und Berichtsrisiko ergibt 45,52 EUR je Aktie; die Kapitalisierung eines normalisierten Free Cashflows von 30 Mio. EUR mit einer Rendite von 4,5 % ergibt 35,49 EUR. Gewichtet mit 60 %, 25 % und 15 % leiten wir ein Kursziel von 39,00 EUR ab. Gegenüber dem Schlusskurs vom 07. September 2026 von 60,15 EUR entspricht dies einem Abwärtspotenzial von 35 %; wir stufen die Aktie mit Verkaufen ein. Das durchschnittliche Kursziel der Analystengemeinde liegt bei 65,50 EUR, das höchste bei 80,00 EUR, die Differenz zu unserer Einschätzung liegt nahezu vollständig in der Behandlung der Liquiditätsumwandlung.



SWOT

STÄRKEN

Technologieführerschaft bei containerisierten KWK-Anlagen von 20 kW bis 4.500 kW mit Wirkungsgraden von über 90 %; serielle Fertigung und kurze Lieferzeiten sind der entscheidende Vorteil, solange US-Netzanschlusswarteschlangen mehrjährig sind.

Über 10.000 installierte Anlagen weltweit; rund ein Drittel des Konzernumsatzes entfällt auf wiederkehrendes Servicegeschäft.

Breite Kraftstoffflexibilität: Erdgas, Biogas, Biomethan, Wasserstoff und – über die Amogy-Kooperation – Ammoniak; Systemanbieter über KWK, Großwärmepumpen und Spitzenlast-Aggregate mit gemeinsamer Kunden-, Vertriebs- und Servicebasis.

Stabile Ankeraktionsstruktur mit rund 43 % in Gründerhand.

CHANCEN

Netzengpässe und mehrjährige Anschlusswarteschlangen machen netzunabhängige Erzeugung zum Standardbaustein im US-Rechenzentrumsbau.

Auftragseingang H1 2026 von 479,4 Mio. € nach 110,7 Mio. € im Vorjahr; angestrebte Book-to-Bill-Ratio von 2,5 oder mehr für 2026.

Deutsche Kraftwerksstrategie: Ausschreibungen für 11-12 GW steuerbare Kapazität ab 2026, umfassender Kapazitätsmarkt ab 2032; KWKG-Novelle mit Laufzeitverlängerung für Ende 2026 erwartet.

Ammoniak-zu-Strom und Großwärmepumpen erweitern den adressierbaren Markt über das klassische KWK-Geschäft hinaus; erster Capital Markets Day am 1. Oktober 2026 als Anlass für Mittelfristplanung und Finanzierungsantwort.

SCHWÄCHEN

Strukturell schwache Cash Conversion: kumulierter operativer Cashflow 2016-2025 nur rund ein Drittel des kumulierten EBITDA.

Trade Working Capital bei 50 % vom Umsatz (2025); Eigenkapital von 156,6 Mio. € begrenzt die Selbstfinanzierung des Hochlaufs.

GJ 2025: Umsatz +5,7 %, EBITDA jedoch -19 % – Margenrückgang trotz Umsatzwachstum; schwacher Jahresstart mit -7,6 % EBIT-Marge in Q1 2026.

Verzögerte Rechnungslegung infolge der ERP-Migration (Jahresabschluss 2025 erst am 30. Juni 2026, Halbjahresbericht erst im Oktober); geringe Handelsliquidität von rund 3,1 Mio. € pro Tag im Freiverkehrssegment Scale.

RISIKEN

Kundenkonzentration: der Q2-Auftragseingang von 350,3 Mio. € aus Nordamerika entfällt im Kern auf das Rechenzentrums-geschäft.

Finanzierungsrisiko: der Working-Capital-Bedarf des Hochlaufs kann eine Kapitalerhöhung oder Hybridkapital erzwingen.

Wettbewerbseintritt: INNIO, Caterpillar, Cummins und Rolls-Royce mtu skalieren Fast-Start-Gasaggregate für US-Rechenzentren.

Bewertungsrisiko: 30,1x EV/EBITDA (LTM) nach einem Kursanstieg von 171 % in zwei Jahren; verspätete Berichterstattung in einer Phase schneller Bilanzausweitung rechtfertigt einen Governance-Abschlag.

Mehrjährige Festpreisverträge mit Zoll-, US-Content- und Inbetriebnahme-kostenrisiko.

Quelle: Unternehmensangaben, S&P Capital IQ; Quantifizierung PCR



HAFTUNGSAUSSCHLUSS

RECHTLICHER HINWEIS

Diese Research-Studie („Investmentempfehlung“) wurde von Parmantier & Cie. Research unter Mitwirkung von Herrn René Parmantier erstellt und wird ausschließlich von Parmantier & Cie. Research verbreitet. Sie richtet sich ausschließlich an den jeweiligen Empfänger und darf ohne vorherige schriftliche Zustimmung nicht an Dritte weitergegeben werden, auch nicht an verbundene Unternehmen innerhalb derselben Unternehmensgruppe. Der Bericht enthält ausgewählte Informationen und erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit. Die Anlageempfehlung basiert auf öffentlich zugänglichen Informationen („Informationen“), die als korrekt und vollständig erachtet werden. Parmantier & Cie. Research überprüft diese Informationen jedoch nicht und übernimmt keine Gewähr für deren Richtigkeit oder Vollständigkeit. Etwaige Fehler oder Auslassungen begründen keine Haftung seitens Parmantier & Cie. Research, die weder für direkte noch indirekte Schäden oder Folgeschäden haftet.

Insbesondere übernimmt Parmantier & Cie. Research keine Verantwortung für die Richtigkeit von Aussagen, Prognosen oder sonstigen Inhalten dieser Anlageempfehlung in Bezug auf die analysierten Unternehmen, deren Tochtergesellschaften, Strategien, wirtschaftliche Rahmenbedingungen, Markt- und Wettbewerbspositionen, regulatorische Umfeldler oder vergleichbare Faktoren. Bei der Erstellung dieses Berichts wurde mit der gebotenen Sorgfalt vorgegangen, dennoch können Fehler oder Auslassungen nicht ausgeschlossen werden. Parmantier & Cie. Research sowie deren Partner und Mitarbeiter übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit von Aussagen, Schätzungen oder Schlussfolgerungen, die auf den in dieser Anlageempfehlung enthaltenen Informationen beruhen.

Soweit diese Anlageempfehlung im Rahmen einer bestehenden vertraglichen Beziehung (z. B. Finanzberatungsdienstleistungen) zur Verfügung gestellt wird, ist die Haftung von Parmantier & Cie. Research auf Fälle von grober Fahrlässigkeit oder vorsätzlichem Fehlverhalten beschränkt. Bei der Verletzung wesentlicher Vertragspflichten ist die Haftung auf Fälle einfacher Fahrlässigkeit beschränkt, jedoch in allen Fällen auf vorhersehbare und typische Schäden begrenzt. Diese Anlageempfehlung stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren dar.

Partner, Geschäftsführer oder Mitarbeiter von Parmantier & Cie. Research oder verbundenen Unternehmen können Positionen mit besonderer Verantwortung, wie beispielsweise Aufsichtsratsmandate, in den in diesem Bericht genannten Unternehmen innehaben. Die in dieser Anlageempfehlung geäußerten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern und geben die persönliche Einschätzung des jeweiligen Analysten wieder. Sofern nicht ausdrücklich anders angegeben, steht kein Teil der Vergütung des Analysten in direktem oder indirektem Zusammenhang mit den in diesem Bericht enthaltenen Empfehlungen oder Meinungen. Alle Rechte vorbehalten.

Hinweis zur Veröffentlichungshistorie (gemäß § 4 Abs. 4 Punkt 4 FinAnV):

Dieser Bericht stellt die erste Veröffentlichung unter dem neuen Unternehmensnamen Parmantier & Cie. Research dar, das zuvor unter dem Namen Frankfurt Main Research tätig war. Alle unter Frankfurt Main Research veröffentlichten früheren Forschungsberichte bleiben gültig und können als Teil der laufenden Veröffentlichungshistorie betrachtet werden. Die Namensänderung hat keinen Einfluss auf die Qualität und Kontinuität der von uns erstellten Analysen und Berichte.

URHEBERRECHTSHINWEIS

Dieses Werk, einschließlich aller seiner Komponenten, ist urheberrechtlich geschützt. Jede über die Grenzen des Urheberrechts hinausgehende Nutzung ist ohne vorherige Genehmigung untersagt und



kann zu rechtlichen Sanktionen führen. Dies umfasst Vervielfältigung, Übersetzung, Verfilmung sowie Speicherung oder Verarbeitung in elektronischen Systemen, ob ganz oder teilweise.

OFFENLEGUNG GEMÄSS §85 DES WERTPAPIERHANDELSGESETZES (WPHG), MAR UND MIFID II EINSCHLIESSLICH DELEGIERTER VERORDNUNG (EU) 2016/958 UND (EU) 2017/565

Die der Anlageempfehlung zugrunde liegende Bewertung des analysierten Unternehmens basiert auf allgemein anerkannten fundamentalanalytischen Methoden, wie DCF-Modellen, dem Free-Cashflow-Wertpotenzial, NAV-Ansätzen, Peer-Group-Vergleichen oder Sum-of-the-Parts-Modellen (siehe auch <http://www.parmantiercie.com/disclaimer>). Die Ergebnisse dieser Bewertung werden zusätzlich auf Basis der Einschätzung des Analysten hinsichtlich des erwarteten Anleger-Sentiments und dessen potenzieller Auswirkungen auf den Aktienkurs angepasst.

Unabhängig von den verwendeten Bewertungsmethoden besteht das Risiko, dass das Kursziel aufgrund unvorhergesehener Faktoren wie Änderungen in Nachfrage, Management, Technologie, Wirtschaftsbedingungen, Zinssätzen, Betriebs- und Materialkosten, Wettbewerbsdruck, regulatorischen Rahmenbedingungen, Wechselkursen, Steuerpolitiken und anderen Faktoren nicht erreicht wird. Zusätzliche Risiken können aus Investitionen in ausländischen Märkten und Instrumenten entstehen, die im Allgemeinen aus Wechselkursschwankungen oder politischen und sozialen Veränderungen resultieren.

Dieser Kommentar spiegelt die Meinung des Autors zum Zeitpunkt der Erstellung wider. Eine Änderung der zugrunde liegenden Fundamentaldaten kann die Bewertung ungenau machen. Es besteht keine Verpflichtung, diesen Kommentar innerhalb eines bestimmten Zeitrahmens zu aktualisieren.

Es wurden interne und organisatorische Maßnahmen implementiert, um Interessenkonflikte zu vermeiden oder zu minimieren. Diese Maßnahmen stellen sicher, dass kein Informationsaustausch stattfindet, der zu Interessenkonflikten für Parmantier & Cie. Research in Bezug auf die analysierten Emittenten oder deren Finanzinstrumente führen könnte.

Die Analysten von Parmantier & Cie. Research erhalten keine direkte oder indirekte Vergütung aus Investmentbanking-Aktivitäten von Parmantier & Cie. Research oder von einem Unternehmen innerhalb der Parmantier & Cie.-Gruppe.

QUELLEN

Alle Daten und Konsensuschätzungen wurden von externen Anbietern von Börsendaten bezogen, sofern nicht anders angegeben. Parmantier & Cie. Research übernimmt keine Verantwortung für die Richtigkeit dieser Informationen.

FORSCHUNG

Zusätzliche Informationen für US-Kunden

Diese Research-Studie („Bericht“) ist ein Produkt von Parmantier & Cie. Research. Die für den Bericht verantwortlichen Analysten sind Mitarbeiter von Parmantier & Cie. Research oder arbeiten mit unabhängigen Research-Unternehmen zusammen. Die Analysten sind außerhalb der Vereinigten Staaten ansässig und stehen nicht in Verbindung mit einem in den USA regulierten Broker-Dealer und unterliegen daher nicht dessen Aufsicht.

Dieser Bericht wird in den Vereinigten Staaten ausschließlich an „Major U.S. Institutional Investors“ gemäß Rule 15a-6 des U.S. Securities Exchange Act von 1934 durch CIC verbreitet. Personen, die nicht zu dieser Kategorie gehören, sollten sich nicht auf diese Mitteilung verlassen. Die Verbreitung dieses Berichts in den Vereinigten Staaten stellt weder eine Billigung der darin geäußerten Meinungen noch eine Empfehlung dar, Transaktionen in den besprochenen Wertpapieren einzugehen.

Parmantier & Cie. Research hält Positionen in börsennotierten und nicht börsennotierten Unternehmen, einschließlich möglicher Long-Positionen in den in diesem Bericht analysierten Aktien.

INTERESSENKONFLIKTE & OFFENLEGUNG



Dieser Forschungsbericht wurde von Parmantier & Cie. Research erstellt. Die in diesem Bericht geäußerten Meinungen und Empfehlungen basieren auf öffentlich verfügbaren Informationen sowie internen Analysen und Auswertungen. Es ist jedoch wichtig zu beachten, dass Parmantier & Cie. Research, seine verbundenen Unternehmen, Direktoren, Mitarbeiter oder andere an der Erstellung oder Verbreitung dieses Berichts beteiligte Personen Interessenkonflikte haben können.

1. **Wertpapierbesitz:** Parmantier & Cie. Research und/oder seine verbundenen Unternehmen und Mitarbeiter können zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Positionen in den in diesem Bericht genannten Wertpapieren halten.
2. **Marktaktivitäten:** Parmantier & Cie. Research und/oder seine verbundenen Unternehmen haben möglicherweise in den letzten 12 Monaten als Market Maker für die in diesem Bericht genannten Wertpapiere fungiert.
3. **Unternehmensbeziehungen:** Parmantier & Cie. Research hat den in diesem Bericht genannten Unternehmen in den letzten 12 Monaten möglicherweise Investmentbanking-Dienstleistungen, Underwriting-Dienstleistungen oder andere Dienstleistungen erbracht oder erbringt diese derzeit.
4. **Vergütung:** Die Vergütung der Analysten und anderer Mitarbeiter von Parmantier & Cie. Research kann direkt oder indirekt mit Handelsgewinnen, Investment Banking oder anderen Geschäftsaktivitäten von Parmantier & Cie. Research verbunden sein.
5. **Analystenobligationen:** Der Analyst oder die Analysten, die diesen Bericht erstellt haben, können persönliche Beziehungen zu den in diesem Bericht analysierten Unternehmen haben.

Unabhängigkeit: Die in diesem Bericht geäußerten Meinungen spiegeln die Ansichten der Analysten von Parmantier & Cie. Research wider, die unabhängig von den Interessen von Parmantier & Cie. Research formuliert wurden. Analysten erhalten keine Vergütung, die direkt mit den in diesem Bericht geäußerten spezifischen Empfehlungen oder Ansichten verbunden ist.

Dieser Bericht wurde am 08. September 2026 veröffentlicht. Der im Bericht angegebene Schlusskurs basiert auf Daten der Frankfurter Wertpapierbörse vom 07. September 2026.

Hinweis: Dieser Bericht wurde sowohl auf Deutsch als auch auf Englisch erstellt. Im Falle von Unstimmigkeiten oder Auslegungsunterschieden zwischen den beiden Versionen gilt die deutsche Version als maßgeblich und relevant.

