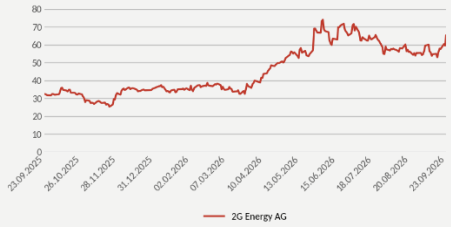
Verkaufen

Kursziel	**€ 39.00**
Aktienkurs*	€ 62.10

*Schlusskurs XETRA (24. Sep. 2026)

CHART



AKTIONÄRS-STRUKTUR

Free float	56,10%
Christian Grotholt	29,60%
Ludger Gausling	13,40%
Weiterer Vorstands-/Aufsichtsratsbesitz	0,90%

BASISDATEN AKTIE

Anzahl Aktien (in Mio.)	17,9
Marktkapitalisierung (in € Mio.)	1.125,7
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

„Gebucht ist nicht bezahlt: Der Energy-Vault-Auftrag erhöht das Risiko von 2G, bevor er den Wert erhöht“

Am 23. September 2026 hat 2G Energy einen Auftrag der Energy Vault Holdings (NYSE: NRGV) über 275 MW containerisierte Stromerzeugungsanlagen für KI- und Rechenzentrumskunden in den USA gemeldet; die Auslieferung ist zwischen dem vierten Quartal 2027 und dem dritten Quartal 2028 geplant. Die Aktie stieg um 9,5 % auf 65,20 EUR. Die SEC-Unterlagen von Energy Vault zeigen, dass der Auftrag aus einer unverbindlichen Reservierung von Produktionsslots hervorgegangen ist; die gezahlten Reservierungsgebühren von 17,0 Mio. USD sind die einzige offengelegte Zahlung und entsprechen rund 5 % des geschätzten Auftragswerts.

Energy Vault hat zwei Wochen zuvor dieselben 275 MW bei Rolls-Royce MTU bestellt, mit eigener Gerätefinanzierung; für die 2G-Tranche ist keine Finanzierung angekündigt. Der größte unterzeichnete Kundenvertrag von Energy Vault, ein 1,25-GW-Hyperscaler-Projekt in Texas, bezieht seine Erzeugung von Caterpillar-Aggregaten. Die bei 2G bestellte Kapazität ist für Projekte bestimmt, die sich noch in Gesprächen befinden. Zum 30. Juni 2026 wies Energy Vault ein Eigenkapital von 6,9 Mio. USD und einen operativen Mittelabfluss von 84,4 Mio. USD im ersten Halbjahr aus.

Für 2G erwarten wir bei den vorläufigen Zahlen am 29. September ein sehr schwaches erstes Halbjahr: Umsatz von 140 bis 150 Mio. EUR und ein EBIT um die Nulllinie, womit rund 70 % der Prognose von 490 Mio. EUR auf das zweite Halbjahr entfallen. Bei Bankguthaben abzüglich Kontokorrent von 0,04 Mio. EUR Ende 2025 und einem 2027 kulminierenden Finanzierungsbedarf erwarten wir, dass 2G innerhalb unseres Zwölfmonatshorizonts Eigenkapital oder eigenkapitalnahe Mittel aufnimmt.

In unserem DCF ist der Auftrag als einmaliger Vertrag 0,6 bis 0,9 EUR je Aktie wert und ändert unseren fairen Wert nicht. Wir bestätigen unser Verkaufen-Rating mit unverändertem Kursziel von 39,00 EUR, rund 38 % unter dem Schlusskurs vom 24. September 2026.

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		2,34	1,91	1,62	1,46	1,34
EV/EBITDA		20,3	14,8	11,7	10,1	9,3
KGV		36,9	25,9	19,9	16,9	15,3

Source: 2G Energy AG, PCR

INHALTSVERZEICHNIS

KERNAUSSAGEN ... 3

Vorschau: erstes Halbjahr 2026 am 29. September ... 5

Der Energy-Vault-Auftrag: was bekannt ist und was nicht ... 6

Was 2G offengelegt hat ... 6

Was die Unterlagen von Energy Vault zeigen ... 6

Ein paralleler 275-MW-Auftrag an Rolls-Royce MTU ... 6

Rolls-Royce MTU und 2G: zwei Tranchen, ein Kunde ... 7

Wie wir den Auftrag einordnen ... 7

Der Auftrag im Kontext ... 7

Gegenparteirisiko: die Finanzlage von Energy Vault ... 9

Energy Vault und DG Fuels: was belegt ist und was nur behauptet wird ... 9

Energy Vault als Kunde: was die Prüfung durch einen Lieferanten umfassen würde ... 10

Zwei Bilanzen, die beide auf Fremdmittel angewiesen sind ... 11

Stornierungsrisiko ... 13

Das Vertragsbuch von Energy Vault ... 13

Was die Historie von Energy Vault zeigt ... 13

Unsere Einschätzung ... 14

Cashflow, Working Capital und Finanzierung ... 15

Warum wir eine Kapitalerhöhung erwarten ... 16

Unsere Schätzungen im Vergleich zum Konsens ... 18

Fazit ... 19

Hinweis zu Informationen Dritter ... 19

HAFTUNGSAUSSCHLUSS ... 20

KERNAUSSAGEN

Am 23. September 2026 hat die 2G Energy AG einen Auftrag der Energy Vault Holdings, Inc. (NYSE: NRGV) über 275 MW containerisierte Stromerzeugungsanlagen gemeldet. Die Anlagen sind für das „Powered Land"- und „Powered Shell"-Angebot von Energy Vault für KI- und Rechenzentrumskunden bestimmt. Die Auslieferung ist zwischen dem vierten Quartal 2027 und dem dritten Quartal 2028 geplant, der Umfang umfasst auch langfristigen Service. Auftragswert, Zahlungsplan und Bedingungen hat 2G nicht veröffentlicht. Marktschätzungen beziffern den Wert auf rund 275 Mio. EUR. Die Aktie stieg am Tag der Meldung um 9,5 % auf 65,20 EUR.

Wir erwarten ein sehr schwaches erstes Halbjahr, wenn 2G am 29. September vorläufige Zahlen vorlegt: Umsatz von 140 bis 150 Mio. EUR, 12 bis 18 % unter den 170,3 Mio. EUR des Vorjahres, und ein EBIT um die Nulllinie nach 6,5 Mio. EUR. Rund 70 % der prognostizierten 490 Mio. EUR müssten dann im zweiten Halbjahr ausgeliefert werden.

Die SEC-Unterlagen von Energy Vault liefern die Details, die 2G nicht veröffentlicht hat. Der Auftrag ist aus einer Reservierung von Produktionsslots bei der 2G Energy Inc. hervorgegangen: 17,0 Mio. USD an Gebühren, gezahlt im Mai und Juli 2026, grundsätzlich nicht erstattungsfähig und auf künftige Meilensteinzahlungen anrechenbar, mit einer Frist bis 12. August 2026 für den Abschluss eines gesonderten Kaufvertrags. Die Reservierung selbst verpflichtete keine Seite zum Vertragsabschluss.

Energy Vault beschafft parallel. Am 10. September meldete das Unternehmen, separate 275 MW Erzeugungskapazität auf Basis von Rolls-Royce-MTU-Motoren gesichert und vollständig kontrahiert zu haben, mit eigener Gerätefinanzierung durch einen Drittkreditgeber und Auslieferungen vom zweiten Halbjahr 2027 bis zum ersten Halbjahr 2028. Für die 2G-Tranche ist keine Finanzierung angekündigt. Nach eigener Darstellung von Energy Vault erfolgen beide Beschaffungen vor unterzeichneten Endkundenverträgen. Die Energy-Vault-Aktie fiel am 23. September, dem Tag der 2G-Meldung, um 7,1 %.

Aus unserer Sicht ist der Auftrag ein echter Nachfragebeleg und verbessert die Umsatzvisibilität für 2028. Zu Umsatz, Cashflow oder Kapazitätsauslastung 2026 trägt er nichts bei, für 2027 allenfalls einen Beitrag im vierten Quartal. In unserem DCF ist ein einmaliger Auftrag dieser Größe 0,6 bis 0,9 EUR je Aktie wert.

Die Gegenpartei ist entscheidend. Zum 30. Juni 2026 wies Energy Vault 93,0 Mio. USD liquide Mittel, 245,0 Mio. USD Finanzverbindlichkeiten, ein Eigenkapital von 6,9 Mio. USD und einen operativen Mittelabfluss von 84,4 Mio. USD im ersten Halbjahr 2026 aus. Ein Auftrag von rund 313 Mio. USD entspricht dem 3,4-Fachen der liquiden Mittel. Die Vereinbarung mit DG Fuels aus dem Jahr 2021 ist seit 2022 Gegenstand von Vorwürfen US-amerikanischer Anwaltskanzleien, die unbewiesen sind; Energy Vault selbst hat seine DG-Fuels-Wandelanleihen 2025 vollständig abgeschrieben. Wir stufen den 2G-Auftrag als finanzierungsabhängigen Auftragsbestand ein, nicht als hochwertigen Auftragsbestand.

Wir haben Energy Vault so geprüft, wie ein Lieferant einen neuen Kunden prüfen würde. Eine Klage im Zusammenhang mit Optionsscheinen aus der SPAC-Phase (Alta Partners) hat im Dezember 2025 einen Antrag auf Klageabweisung überstanden und ist anhängig. Andere Klagen wurden abgewiesen oder ihr Stand ist unklar, und ein Leerverkäuferbericht aus dem Jahr 2022 wurde von seinem Verfasser teilweise zurückgenommen. Nichts davon begründet die Feststellung eines

Fehlverhaltens. Zusammen mit einer dünnen Eigenkapitalbasis und umfangreichen Verpflichtungen gegenüber mehreren anderen Lieferanten spricht es aber für eine strikte Zahlungsabsicherung, die 2G nicht offengelegt hat.

Das Stornierungsrisiko rückt in den Mittelpunkt. Der größte unterzeichnete Kundenvertrag von Energy Vault, ein am 7. August 2026 gemeldetes 1,25-GW-Hyperscaler-Projekt in Texas, bezieht seine Erzeugung von Caterpillar-Aggregaten über einen EPC-Partner. Nach öffentlicher Informationslage ist weder die 2G- noch die Rolls-Royce-MTU-Tranche an einen unterzeichneten Endkundenvertrag gebunden. Die einzige offengelegte Zahlung an 2G, die Reservierungsgebühr von 17,0 Mio. USD, entspricht rund 5 % des geschätzten Auftragswerts; eine Stornierungsentschädigung hat 2G nicht offengelegt.

Keines der beiden Unternehmen ist ohne Liquidität, aber beide brauchen Fremdmittel, um zu liefern: Energy Vault ist auf den Kapitalmarkt und Projektfinanzierer angewiesen, 2G schloss 2025 mit Bankguthaben abzüglich Kontokorrent von 0,04 Mio. EUR ab und stützt sich auf Kundenanzahlungen und Kreditlinien. Ein Vertrag, bei dem beide Parteien von Drittfinanzierung abhängen, birgt sich gegenseitig verstärkende Ausführungsrisiken.

Für 2G verlagert der Auftrag das Risiko in das Jahr 2027: Vorproduktion, Avale und Working Capital erreichen ihren Höhepunkt genau dann, wenn der zweite Produktionsstandort Ende 2027 fertiggestellt werden soll.

Wir erwarten, dass 2G innerhalb unseres Zwölfmonatshorizonts Eigenkapital oder eigenkapitalnahe Mittel aufnimmt. Die Nettoliquidität lag Ende 2025 bei 0,04 Mio. EUR, der Finanzierungsbedarf für Auftrag, Kapazität und Avale erreicht 2027 seinen Höhepunkt, ein genehmigtes Kapital von bis zu 50 % des Grundkapitals und eine Wandelanleihe-Ermächtigung über 200 Mio. EUR liegen vor, und bei 65,20 EUR notiert die Aktie deutlich über unserem fairen Wert. Dies ist unsere Einschätzung; das Unternehmen hat keine entsprechende Maßnahme angekündigt.

Wir bestätigen unser Verkaufen-Rating mit unverändertem Kursziel von 39,00 EUR, entsprechend einem Abwärtspotenzial von 40 % gegenüber dem Schlusskurs vom 23. September 2026.

Unsere Initialstudie vom 8. September 2026 (Verkaufen, Kursziel 39,00 EUR) ist auf Deutsch und Englisch verfügbar:

Deutsch: https://cdn.prod.website-files.com/66d025412a2cb352455e5880/6a9fcdb6d7d170f9d01f342b_Parmantier_Research_2G_Energy_AG_Initialstudie_DE.pdf

Englisch: https://cdn.prod.website-files.com/66d025412a2cb352455e5880/6aa81fc6ac516d87bac9e033_Parmantier_Research_2G_Energy_AG_Initial_Coverage_EN.pdf

Vorschau: erstes Halbjahr 2026 am 29. September

2G veröffentlicht am 29. September vorläufige Halbjahreszahlen, zwei Tage vor dem ersten Kapitalmarkttag. Wir erwarten ein sehr schwaches erstes Halbjahr.

- **Das erste Quartal gab die Richtung vor.** Der Umsatz fiel von 69,9 Mio. EUR auf 54,2 Mio. EUR, die EBIT-Marge von -4,7 % auf -7,6 %.
- **Die Vorjahresbasis ist hoch.** Im ersten Halbjahr 2025 lag der Umsatz bei 170,3 Mio. EUR, das EBIT bei 6,5 Mio. EUR. Die Ende 2024 erhaltenen Anzahlungen betrafen Anlagenlieferungen in die Ukraine, die nach unserer Annahme überwiegend im ersten Halbjahr 2025 ausgeliefert wurden.
- **Umsatz aus dem Rechenzentrumsgeschäft entsteht nicht vor dem vierten Quartal.** Nach Unternehmensangaben beginnen die Auslieferungen der Aufträge aus dem zweiten Quartal 2026 im Laufe des vierten Quartals, Container werden bei Übergabe abgerechnet.
- **Unsere Schätzung:** Umsatz im ersten Halbjahr 2026 von 140 bis 150 Mio. EUR, 12 bis 18 % unter Vorjahr, und ein EBIT um die Nulllinie, in einer Spanne von etwa -2 bis +2 Mio. EUR.
- **Damit verbleiben rund 70 % der prognostizierten 490 Mio. EUR für das zweite Halbjahr,** ein ungewöhnlich stark auf das Jahresende konzentriertes Geschäftsjahr, das vom Hochlauf der Containerauslieferungen im vierten Quartal abhängt.

Mio. EUR	H1 2025 (berichtet)	H1 2026e (PCR)	Veränderung
Umsatz	170,3	140-150	-12 % bis -18 %
EBIT	6,5	rund 0 (-2 bis +2)	n. a.
Anteil der Umsatzprognose (490 Mio. EUR) im H1	n. a.	29-31 %	

Quelle: Halbjahres- und Q1-2026-Berichterstattung der 2G Energy AG (standardisierte Werte S&P Capital IQ für H1 2025); Unternehmensprognose; Schätzungen PCR

Kommentare im Markt im Vorfeld der Zahlen beschreiben das erste Halbjahr bereits als schwach. Wichtiger als die Gewinn- und Verlustrechnung ist jedoch der Cashflow. Wir erwarten, dass sich die vorläufige Meldung auf Umsatz und EBIT konzentriert; Bilanz und Kapitalflussrechnung und damit die Antwort auf die Frage, ob die Anzahlungen aus den Aufträgen des zweiten Quartals eingegangen sind, folgen mit dem Halbjahresbericht am 15. Oktober. Ein schwaches erstes Halbjahr bei unverändertem Finanzierungsbild würde eine Kapitalmaßnahme aus unserer Sicht näher rücken.

Der Energy-Vault-Auftrag: was bekannt ist und was nicht

Was 2G offengelegt hat

Punkt	Offengelegt	Status
Volumen	275 MW containerisierte Stromerzeugungsanlagen	Bestätigt
Kunde und Verwendung	Energy Vault Holdings (NYSE: NRGV); Powered Land / Powered Shell für KI- und Rechenzentrumskunden einschließlich Hyperscalern	Bestätigt
Lieferzeitraum	Q4 2027 bis Q3 2028, „nach aktueller Projektplanung von 2G“	Bestätigt (laut Planung)
Leistungsumfang	Vormontage und Test in Heek, Transport in die USA, Inbetriebnahme vor Ort, langfristige Servicevereinbarungen	Bestätigt
Auftragswert	Nicht offengelegt; Marktschätzung rund 275 Mio. EUR	Offen / Schätzung
Zahlungsplan, Anzahlungen, Meilensteine	Von 2G nicht offengelegt; Reservierungsgebühren laut 10-Q von Energy Vault auf Meilensteinzahlungen anrechenbar	Teilweise bekannt
Abnahme-, Stornierungs- und Verschiebungsrechte	Nicht offengelegt	Offen
Finanzierungsvorbehalte, Freigabe zur Ausführung	Nicht offengelegt	Offen
Vertragsstrafen, Leistungsgarantien, Avale	Von 2G nicht offengelegt; die Gerätefinanzierung von Energy Vault über 137,5 Mio. USD verlangt ein Aval und eine Konzerngarantie des Verkäufers, Name des Verkäufers geschwärzt	Offen
Endkunde und Standort	Nicht offengelegt; Energy Vault beschreibt Hyperscaler-Projekte als in Gesprächen	Offen

Quelle: Corporate News und Pressemitteilung der 2G Energy AG vom 23. September 2026; Energy Vault Form 10-Q für Q2 2026 (eingereicht am 11. August 2026), Form 8-K vom 20. August 2026 und Pressemitteilung vom 10. September 2026; Marktberichte; PCR

Was die Unterlagen von Energy Vault zeigen

Laut dem Form 10-Q für das zweite Quartal 2026 schloss Energy Vault im Mai 2026 eine Vereinbarung zur Reservierung von Produktionsslots mit der 2G Energy Inc. und zahlte eine erste Reservierungsgebühr von 10,0 Mio. USD. Im Juli 2026 wurde die Vereinbarung geändert: Die Gesamtgebühr stieg auf 17,0 Mio. USD (rund 14,9 Mio. EUR), die Frist für den Abschluss eines gesonderten Kaufvertrags wurde auf den 12. August 2026 verlängert. Nach dem Bericht verpflichtete die Reservierung keine Partei zum Abschluss des Kaufvertrags; Produktion und Lieferung sollten in diesem gesonderten Vertrag geregelt werden.

Am 14. August 2026 schloss die Energy-Vault-Tochter EV Gen Set 1, LLC ein vorrangig besichertes Darlehen über rund 137,5 Mio. USD zur Finanzierung von Kauf, Installation und Inbetriebnahme von Stromerzeugungsanlagen im Rahmen eines Equipment Supply Agreement. Die Mittel werden bei Fälligkeit der Zahlungen abgerufen, die Laufzeit endet am 2. Januar 2028. Der Kreditvertrag verlangt vom Verkäufer ein Anzahlungsaval und eine Konzerngarantie, außerdem einen langfristigen Servicevertrag, Regelungen zur Weiterveräußerung und eine Direktvereinbarung, die den Kreditgebern ein Eintrittsrecht einräumt. Der Name des Verkäufers ist im eingereichten Vertrag geschwärzt. Am 10. September meldete Energy Vault eine eigene Drittfinanzierung für eine separate Beschaffung von 275 MW auf Basis von Rolls-Royce-MTU-Technologie. Wir können das Darlehen daher nicht dem 2G-Vertrag zuordnen, und für die 2G-Tranche ist keine Finanzierung angekündigt.

Ein paralleler 275-MW-Auftrag an Rolls-Royce MTU

Dreizehn Tage vor der Meldung von 2G teilte Energy Vault mit, 275 MW Erzeugungskapazität mit Hubkolbenmotoren auf Basis von Rolls-Royce-MTU-Technologie „gesichert und vollständig kontrahiert“ zu haben, gestützt auf eine eigene Gerätefinanzierung durch einen Drittkreditgeber und mit

Auslieferungen vom zweiten Halbjahr 2027 bis zum ersten Halbjahr 2028. Nach Angaben von Energy Vault unterstützt diese Kapazität Gespräche über Vor-Ort-Stromversorgung im Multi-Gigawatt-Bereich für Hyperscaler-KI-Campusse, und die Finanzierung begrenzt den Einsatz eigener Mittel bis zur Verwendung in Kundenprojekten. Die Energy-Vault-Aktie fiel am 23. September, dem Tag der 2G-Meldung, um 7,1 %; eine bestimmte Ursache ordnen wir dieser Kursbewegung nicht zu.

- 2G ist einer von zwei Lieferanten für ein identisches Volumen, kein Alleinlieferant. Energy Vault hat damit rund 550 MW Erzeugungskapazität mit langen Lieferzeiten bei zwei Herstellern bestellt.
- Die Rolls-Royce-MTU-Tranche ist öffentlich finanziert, die 2G-Tranche nicht. Die Zahlungssicherheit für 2G hängt damit von den nicht offengelegten Bedingungen des eigenen Vertrags ab.
- Beide Beschaffungen erfolgen vor unterzeichneten Endkundenverträgen. Energy Vault kauft Anlagen, um schnelle Stromverfügbarkeit anbieten zu können; Einsatz und damit Schlusszahlung hängen davon ab, dass Energy Vault Hyperscaler-Projekte gewinnt.
- Das Lieferfenster von 2G, Q4 2027 bis Q3 2028, endet ein Quartal später als das von Rolls-Royce MTU. Umso wichtiger ist die rechtzeitige Fertigstellung des zweiten Produktionsstandorts von 2G.
- **Der Wettbewerb ist nicht mehr abstrakt:** Beim ersten Großauftrag eines US-Plattformkunden wird 2G direkt an Rolls-Royce Power Systems gemessen, einem Wettbewerber mit deutlich größerer Fertigungskapazität und Bilanzstärke.

Rolls-Royce MTU und 2G: zwei Tranchen, ein Kunde

	Tranche Rolls-Royce MTU	Tranche 2G Energy
Volumen	275 MW	275 MW
Gemeldet von / am	Energy Vault, 10. September 2026	2G Energy, 23. September 2026
Lieferzeitraum	H2 2027 bis H1 2028	Q4 2027 bis Q3 2028
Beschriebener Vertragsstatus	„gesichert und vollständig kontrahiert“	Auftrag nach unverbindlicher Slot-Reservierung
Angekündigte Finanzierung	Eigene Gerätefinanzierung durch Drittkreditgeber	Keine angekündigt
Bekannte Zahlungen	Nicht offengelegt	17,0 Mio. USD Reservierungsgebühren (laut 10-Q von Energy Vault)
Kurs Energy Vault am Tag der Meldung		-7,1 % (23. September 2026)

Quelle: Pressemitteilung von Energy Vault vom 10. September 2026 und Form 10-Q Q2 2026; Pressemitteilung der 2G Energy AG vom 23. September 2026; S&P Capital IQ; PCR

Wie wir den Auftrag einordnen

2G bezeichnet die Transaktion als Auftrag und nennt einen Lieferplan. Der zugrunde liegende Kaufvertrag ist nicht veröffentlicht. Er folgte auf eine unverbindliche Reservierung, für diese Tranche ist keine Kundenfinanzierung angekündigt, und die Endkundenprojekte befinden sich nach Darstellung von Energy Vault noch in Gesprächen. Wir behandeln ihn daher als angekündigten Auftrag auf Basis eines unveröffentlichten Vertrags, dessen wirtschaftlicher Wert von Kundenfinanzierung und

Endkundengewinnen abhängt: stärker als eine Absichtserklärung oder eine Reservierung, schwächer als ein hochwertiger Auftragsbestand mit offengelegten Anzahlungen.

Der Auftrag im Kontext

Bezugsgröße	Wert	Verhältnis zum Auftrag
Auftragsbestand 2G, 31.12.2025	200,1 Mio. EUR	Auftrag geschätzt rund das 1,4-Fache des Jahresendbestands
Auftragseingang 2G H1 2026 (Nord-/Mittelamerika)	479,4 Mio. EUR (353,7 Mio. EUR)	Auftrag kommt hinzu; außerhalb des H1 gebucht
Prognose 2G 2026	Umsatz am oberen Ende von 440 bis 490 Mio. EUR	Kein Beitrag
Prognose 2G 2027	Umsatz 570 bis 620 Mio. EUR, EBIT-Marge > 11 %	Allenfalls Lieferungen im Q4 2027; bei planmäßigem Verlauf rund 70 Mio. EUR (unsere Schätzung)
Paralleler Energy-Vault-Auftrag an Rolls-Royce MTU	275 MW; finanziert durch Drittkreditgeber; Lieferungen H2 2027 bis H1 2028	Gleiches Volumen; 2G ist nicht Alleinlieferant
Zweiter Produktionsstandort in Heek	Fertigstellung Ende 2027 geplant	Fällt mit dem Lieferbeginn zusammen
Neue Montagehalle in Heek	Ab Anfang 2028; mindestens 300 Mio. EUR Umsatzkapazität	Für die Lieferspitze 2028 erforderlich

Quelle: Geschäftsbericht 2025 der 2G Energy AG, Corporate News vom 26. Mai, 30. Juli, 14. September und 23. September 2026; Schätzungen PCR

Warum der Auftrag die kurzfristigen Zahlen nicht stützt: 2G rechnet Teillieferungen bei Übergabe der Container ab; der Umsatz folgt also der Lieferung, und diese beginnt im vierten Quartal 2027. Bis dahin besteht der Zahlungsbeitrag des Auftrags aus der Reservierungsgebühr von 17,0 Mio. USD (10,0 Mio. USD im zweiten Quartal, 7,0 Mio. USD im Juli) und etwaigen im Kaufvertrag vereinbarten Anzahlungen. Der Auftrag stützt die Visibilität für 2028, nicht die Ergebnisse 2026 oder 2027.

Gegenparteirisiko: die Finanzlage von Energy Vault

Energy Vault Holdings (Mio. USD)	GJ 2025	H1 2026 / 30.06.2026
Umsatz	203,7	39,2
Jahresfehlbetrag	(103,6)	(62,2)
Operativer Cashflow	(5,6)	(84,4)
Investitionen	(41,1)	(16,2)
Mittelzufluss aus Finanzierung	n. a.	135,1
Liquide Mittel	58,3	93,0
Verfügungsbeschränkte Mittel	45,2	55,0
Finanzverbindlichkeiten	97,2	245,0
Eigenkapital	67,5	6,9
Bilanzverlust (kumuliert)	(487,4)	(549,6)
Ausstehende Aktien (Mio.)	169,0	179,9
Auftragsbestand	n. a.	1.500
Größte Kunden, Anteil am Umsatz	56 % und 32 %	41 %, 21 % und 21 % (Q2)

Quelle: Energy Vault Form 10-K GJ 2025 (eingereicht am 18. März 2026) und Form 10-Q Q2 2026 (eingereicht am 11. August 2026); S&P Capital IQ (liquide Mittel, Finanzverbindlichkeiten); PCR. Marktkapitalisierung 806 Mio. USD bei 4,43 USD (Schlusskurs NYSE, 23. September 2026).

- **Liquidität.** Das 10-Q von Energy Vault enthält keinen Going-Concern-Vorbehalt; nach Angaben des Managements reichen die vorhandenen Mittel aus, um die Verpflichtungen mindestens in den nächsten zwölf Monaten zu erfüllen. Der Geschäftsbetrieb wird extern finanziert: Im ersten Halbjahr 2026 wurde ein operativer Mittelabfluss von 84,4 Mio. USD durch Finanzierungszuflüsse von 135,1 Mio. USD gedeckt, darunter Wandelschuldverschreibungen (80,0 Mio. USD ausstehend) und ein At-the-Market-Aktienprogramm. Die Aktienzahl stieg in sechs Monaten um 6,5 %.

- **Eigenkapitalpuffer.** Das Eigenkapital sank von 67,5 Mio. USD zum Jahresende 2025 auf 6,9 Mio. USD zum 30. Juni 2026. Ein Vertrag von rund 313 Mio. USD ist damit im Verhältnis zur Bilanz des Kunden groß und hängt von Projektfinanzierung und Endkundenzusagen ab.

- **Forderungseinzug und Auftragsabwicklung.** Energy Vault bildete 2024 eine Wertberichtigung von 24,1 Mio. USD auf eine rückzahlbare, einem Kunden gewährte Anzahlung und berichtigte 2025 eine Kundenfinanzierungsforderung von 5,5 Mio. USD wegen ausbleibender Zahlung vollständig. Laut 10-Q wurden mehrere Drittprojekte im Auftragsbestand wegen zollbedingter Kostensteigerungen verschoben oder storniert.

Energy Vault und DG Fuels: was belegt ist und was nur behauptet wird

Seit 2022 haben mehrere US-amerikanische Klägerkanzleien Untersuchungen gegen Energy Vault im Zusammenhang mit der Vereinbarung mit DG Fuels aus dem Jahr 2021 beworben. Diese Mitteilungen werben um Anleger für mögliche Ansprüche; es handelt sich nicht um aufsichtsrechtliche oder gerichtliche Verfahren. Im Folgenden trennen wir, was sich belegen lässt und was Behauptung bleibt.

Datum	Ereignis	Status
27.10.2021	Energy Vault meldet eine Energiespeichervereinbarung mit DG Fuels über 1,6 GWh Kapazität für Projekte zur Herstellung nachhaltiger Flugkraftstoffe	Bestätigt
Okt. 2021 / Apr. 2022	Energy Vault erwirbt Wandelanleihen von DG Fuels über 1,0 Mio. USD und 2,0 Mio. USD	Bestätigt

Datum	Ereignis	Status
Nov. 2021	Eine Investorenpräsentation vor dem Börsengang soll einen Umsatz 2022 von 148 Mio. USD prognostiziert haben, teilweise gestützt auf die DG-Fuels-Vereinbarung, zu einem Zeitpunkt ohne bisherigen Umsatz	Behauptung (Kanzlei); Präsentation von uns nicht geprüft
GJ 2022	Energy Vault berichtet einen Umsatz von 145,9 Mio. USD, innerhalb der Prognose von 142 bis 152 Mio. USD	Bestätigt
06.05.2022	Hittelman Strunk LLP kündigt eine „Securities Fraud Investigation" an und behauptet, DG Fuels sei ein operativ nicht tätiges Unternehmen ohne Umsatz und die Angaben hätten die Umsatzfähigkeit von Energy Vault möglicherweise falsch dargestellt; Anleger werden zur Teilnahme an einer möglichen Sammelklage aufgerufen	Behauptung; keine Feststellung bekannt
19.05.2022	1791 Management kündigt eine Klage wegen Wertpapierbetrugs und Marktmanipulation gegen Energy Vault an	Behauptung; Einreichung und Ausgang nicht geprüft
2022-2026	Weitere Kanzleien werben Untersuchungen im Namen von Aktionären der Energy Vault und der Novus Capital II	Mandantenwerbung
GJ 2025	Energy Vault berichtigt die DG-Fuels-Wandelanleihen und aufgelaufene Zinsen vollständig unter Verweis auf finanzielle Schwierigkeiten von DG Fuels	Bestätigt
März / Aug. 2026	10-K GJ 2025 und 10-Q Q2 2026 von Energy Vault nennen keine SEC-Untersuchung und bezeichnen anhängige Verfahren als gewöhnlich und nicht wesentlich	Bestätigt (laut Angaben)

Quelle: Pressemitteilung von Energy Vault vom 27. Oktober 2021 (Business Wire); Energy Vault Form 10-K GJ 2025 und Form 10-Q Q2 2026; Investorenpräsentation Q4 2022 von Energy Vault; Pressemitteilungen von Hittelman Strunk LLP (6. Mai 2022) und 1791 Management (19. Mai 2022); Gerichtsakte US District Court SDNY; PCR

Aus diesen Vorgängen ziehen wir für 2G keine Schlussfolgerung über das Verhalten einer Person oder eines Unternehmens. Uns ist keine gerichtliche oder aufsichtsrechtliche Feststellung gegen Energy Vault bekannt, und der Umsatz 2022 lag nahe an der von der Kanzlei kritisierten Prognose. Für die Beurteilung der Gegenpartei sind die Vorgänge dennoch relevant: Energy Vault hat bereits eine große Vereinbarung mit einer Gegenpartei gemeldet, deren finanzielle Leistungsfähigkeit sich später als unzureichend erwies. Das Unternehmen hat Kunden und Gegenparteien Mittel geliehen oder in sie investiert, nämlich die DG-Fuels-Wandelanleihen, eine 2024 wertberichtigte rückzahlbare Anzahlung von 24,1 Mio. USD und eine 2025 wertberichtigte Kundenfinanzierungsforderung von 5,5 Mio. USD. Zudem ist es auf Projektfinanzierung angewiesen, um angekündigte Kapazität in Umsatz umzuwandeln. Das spricht dafür, den 2G-Auftrag bis zur Offenlegung der Zahlungsabsicherung als finanzierungsabhängig zu behandeln.

Energy Vault als Kunde: was die Prüfung durch einen Lieferanten umfassen würde

Energy Vault bezeichnet seine Rechtsstreitigkeiten in den Pflichtveröffentlichungen als gewöhnliche Verfahren, die einzeln oder zusammen keine wesentlichen nachteiligen Auswirkungen hätten. Öffentliche Gerichtsakten zeigen die folgenden Verfahren. Wir führen sie auf, weil ein Lieferant, der Kredit gewährt, sie prüfen würde, nicht weil sie ein Fehlverhalten belegen.

Verfahren	Gericht / eingereicht	Gegenstand (laut Klage)	Stand (soweit geprüft)
Alta Partners, LLC v. Energy Vault Holdings, Inc. und Energy Vault, Inc.	SDNY, 1:25-cv-03371; eingereicht am 23. April 2025	Vertragsverletzung im Zusammenhang mit einer Vereinbarung über Transaktionen in öffentlichen Optionsscheinen aus der SPAC-Phase	Antrag auf Klageabweisung am 12. Dezember 2025 abgelehnt; anhängig
John Brian Clark und Marathon Capital LLC v. Energy Vault Holdings, Inc.	SDNY, 1:24-cv-05870; eingereicht im August 2024	Ansprüche im Zusammenhang mit einer Optionsscheinvereinbarung unter Berufung auf den Securities Act	Berichtet als mangels sachlicher Zuständigkeit abgewiesen mit Möglichkeit zur erneuten Klage (Dezember 2024); von uns nicht geprüft

Verfahren	Gericht / eingereicht	Gegenstand (laut Klage)	Stand (soweit geprüft)
1791 Management, LP v. Energy Vault, Inc. u. a.	Los Angeles Superior Court, 22STCV16538 (2022); an C.D. Cal. verwiesen, 2:23-cv-05292, Juli 2023	Behaupteter Wertpapierbetrug, Marktmanipulation und Falschdarstellung im Zusammenhang mit einer Optionsschein-Investition in der SPAC-Phase; auch frühere Organmitglieder benannt	Antrag auf Rückverweisung an das einzelstaatliche Gericht seit September 2023 zur Entscheidung; spätere Rückverweisung berichtet; aktueller Stand nicht geprüft
BMF Group LLC v. Energy Vault Inc.	N.D. Tex., 5:23-cv-00215; eingereicht am 13. September 2023	Wirtschaftlicher Streit mit Widerklagen	Verfahren am 8. September 2025 beendet; berichtet als endgültig abgewiesen

Quelle: Gerichtsakten der US District Courts (SDNY, C.D. Cal., N.D. Tex.) über Justia, CourtListener und PACER Monitor; Energy Vault Form 10-Q Q2 2026 (Item 1, Legal Proceedings); PCR. Die Vorwürfe in den Klagen sind unbewiesen.

Leerverkäuferberichte (2022). Energy Vault war 2022 Gegenstand von zwei Leerverkäuferberichten: Culper Research („Gravitational Pull to Zero", 21. Juli 2022) und Bleecker Street Research (2. Dezember 2022). Solche Berichte geben die Meinung ihrer Verfasser wieder, die von fallenden Kursen profitieren. Energy Vault wies den Bericht von Bleecker Street am 8. Dezember 2022 als unzutreffend und irreführend zurück. Im Mai 2023 nahm Bleecker Street drei Punkte zurück bzw. korrigierte sie, darunter ein 440-MWh-Versorgerprojekt, das als vermutlich storniert bezeichnet worden war und das NV Energy tatsächlich an Energy Vault vergeben hatte. Den Inhalt beider Berichte machen wir uns nicht zu eigen. Für die Beurteilung der Gegenpartei ist maßgeblich, dass die Qualität des angekündigten Auftragsbestands von Energy Vault bereits öffentlich bestritten wurde und dass sich ein Teil dieser Kritik als falsch erwiesen hat.

Lieferverpflichtungen vor Kundenverträgen. Energy Vault ist innerhalb von zwölf Monaten mehrere große Lieferverpflichtungen eingegangen:

Lieferant	Umfang	Datum
REPT Battero	3 GWh Energiespeichersysteme zur Lieferung 2026	Vereinbarung berichtet im September 2025
Peak Energy	1,5 GWh in den USA gefertigte Natrium-Ionen-Batteriesysteme	Endgültige Vereinbarung am 9. Februar 2026
Erzeugung auf Basis Rolls-Royce MTU	275 MW; Lieferungen H2 2027 bis H1 2028; eigene Drittfinanzierung	Gemeldet am 10. September 2026
2G Energy	275 MW containerisierte Erzeugung; Lieferungen Q4 2027 bis Q3 2028; 17,0 Mio. USD Reservierungsgebühren gezahlt	Gemeldet am 23. September 2026

Quelle: Energy Vault Form 10-K GJ 2025 und Form 10-Q Q2 2026; Pressemitteilung von Energy Vault vom 10. September 2026; Pressemitteilung der 2G Energy AG vom 23. September 2026; Fachpresse (Energy-Storage.News, 29. September 2025); PCR

Diese Verpflichtungen passen zur Strategie von Energy Vault, Versorgern und Rechenzentrumsentwicklern Speicher und schnelle Stromversorgung anzubieten. Für jeden Lieferanten sind sie jedoch konkurrierende Ansprüche auf die Mittel desselben Kunden. In seinen eigenen Unterlagen nennt Energy Vault unter den Faktoren, die die Ergebnisse beeinflussen können, Änderungen bei Steuergutschriften für saubere Energie durch den One Big Beautiful Bill Act, Zölle und Handelspolitik sowie „Investitionen in Entwicklungsprojekte, die den kommerziellen Betrieb möglicherweise nicht im prognostizierten Zeitraum oder überhaupt nicht erreichen". Die vollständigen Risikofaktoren stehen in Item 1A der Forms 10-K für 2024 und 2025 und in den nachfolgenden Veröffentlichungen.

Was ein Lieferant sehen müsste. Aus unserer Sicht würde ein Lieferant in der Lage von 2G üblicherweise verlangen: (i) Anzahlungen, die die Materialkosten vor Produktionsbeginn decken, (ii) an den Produktionsfortschritt statt an die Abnahme vor Ort gekoppelte Meilensteinzahlungen, (iii)

Akkreditive oder eine Direktvereinbarung mit den Projektfinanzierern des Kunden, (iv) eine festgelegte Entschädigung bei Stornierung oder Verschiebung und (v) die Bestätigung, dass die Projektfinanzierung für die eigene Tranche steht. Nichts davon ist für den 2G-Vertrag offengelegt. Die Rolls-Royce-MTU-Tranche von Energy Vault zeigt, dass eine solche Finanzierung erhältlich ist; umso mehr ist ihr Fehlen bei der 2G-Tranche der zentrale offene Punkt.

Zwei Bilanzen, die beide auf Fremdmittel angewiesen sind

	Energy Vault (30.06.2026)	**2G Energy (31.12.2025)**
Liquidität	93,0 Mio. USD liquide Mittel; 55,0 Mio. USD verfügungsbeschränkt	14,0 Mio. EUR liquide Mittel; 0,04 Mio. EUR abzüglich Kontokorrent
Operativer Cashflow (letzte Periode)	(84,4) Mio. USD im H1 2026	(38,6) Mio. EUR im GJ 2025
Eigenkapital	6,9 Mio. USD	156,4 Mio. EUR
Wesentliche Finanzierungsquellen	Wandelschuldverschreibungen, At-the-Market-Aktienverkäufe, Projektfinanzierung	Kundenanzahlungen, Kreditlinien (37,8 Mio. EUR frei)
Nächste Bilanz	Zahlen Q3 2026 am 9. November 2026	Vorläufige Zahlen H1 2026 am 29. September 2026

Quelle: Energy Vault Form 10-Q Q2 2026; Konzernabschluss 2025 der 2G Energy AG; PCR

Keines der beiden Unternehmen ist ohne Liquidität. Der Auftrag funktioniert aber nur, wenn beide rechtzeitig Drittmittel erhalten: Energy Vault, um Meilensteine zu bezahlen, 2G, um die Produktion vorzufinanzieren. Verzögerungen auf einer Seite verstärken die auf der anderen, und die Lage von 2G wird erst mit der Veröffentlichung der Halbjahresbilanz sichtbar.

Unsere Einschätzung: Die Zahlungsfähigkeit von Energy Vault gegenüber 2G hängt weniger von der eigenen Bilanz ab als von Projektfinanzierung, Avalen und Abnahme durch Endkunden. Das ist für Infrastrukturentwickler eine übliche Struktur, verlagert aber an drei Stellen Risiko auf 2G: beim Zeitpunkt der Meilensteinzahlungen, bei den Avalen und Garantien, die 2G stellen muss, und beim Schicksal bereits produzierter Anlagen, falls sich ein Projekt verzögert. Bis Zahlungsbedingungen und erhaltene Anzahlungen offengelegt sind, behandeln wir den Auftrag als finanzierungsabhängigen Auftragsbestand. Als hochwertiger Auftragsbestand würde er gelten, sobald (i) der Zahlungsplan des Kaufvertrags veröffentlicht ist, (ii) Anzahlungen über die Reservierungsgebühr hinaus eingegangen sind und (iii) Projektfinanzierung und Endkundenzusagen für die betreffenden Standorte bestätigt sind.

Stornierungsrisiko

Der 2G-Auftrag steht am Ende einer Kette: Endkunde, Energy Vault, 2G. Eine Verschiebung oder Stornierung an jeder Stelle erreicht 2G. 2G hat nicht offengelegt, ob der Vertrag eine Entschädigung bei Stornierung oder Verschiebung vorsieht, und nach öffentlicher Informationslage ist der Auftrag nicht an ein unterzeichnetes Endkundenprojekt gebunden.

Das Vertragsbuch von Energy Vault

Vertrag	Rolle von Energy Vault	Erzeugungslieferant	Status / Zeitplan
1,25 GW integrierte Energieinfrastruktur für ein Hyperscaler-KI-Rechenzentrum in Texas (gemeldet am 7. August 2026; „bislang größter abgeschlossener Einzelvertrag“)	Liefert Batteriespeicher, netzbildende Leistungselektronik und Steuerungssoftware	EPC-Partner mit Caterpillar-Aggregaten	Durch Hyperscaler-Kundenvertrag gedeckt; erste Installationen innerhalb von vier bis zwölf Monaten; erwarteter Umsatzbeitrag rund 500 bis 600 Mio. USD im H2 2026 und 2027
Rahmenvereinbarung mit Crusoe (gemeldet am 11. Februar 2026)	Schrittweiser Aufbau modularer KI-Rechenzentrumseinheiten am Standort Snyder, Texas, bis 25 MW; Energy Vault will die Einheiten kaufen und an eine Crusoe-Gesellschaft vermieten	n. a.	Erste Installationsverträge nach dem 30. Juni 2026 unterzeichnet
Tranche Rolls-Royce MTU (gemeldet am 10. September 2026)	Käufer	Rolls-Royce-MTU-Motoren	275 MW; finanziert; Lieferungen H2 2027 bis H1 2028; Endkunden in Gesprächen
Tranche 2G Energy (gemeldet am 23. September 2026)	Käufer	2G Energy	275 MW; keine Finanzierung angekündigt; Lieferungen Q4 2027 bis Q3 2028; Endkunden in Gesprächen

Quelle: Pressemitteilungen von Energy Vault vom 11. Februar, 7. August und 10. September 2026; Energy Vault Form 10-Q Q2 2026 (Ereignisse nach dem Stichtag); Pressemitteilung der 2G Energy AG vom 23. September 2026; PCR

Der entscheidende Punkt für 2G-Investoren: Das größte abgeschlossene Kundenprojekt von Energy Vault bezieht seine Erzeugung von Caterpillar-Aggregaten über einen EPC-Partner. Die 550 MW, die Energy Vault bei Rolls-Royce MTU und 2G bestellt hat, sind vorab gekaufte Kapazität für Projekte, die sich nach Angaben von Energy Vault noch in Gesprächen befinden. Verzögern sich diese Projekte oder werden sie anderweitig vergeben, hält Energy Vault Erzeugungskapazität, die es noch nicht benötigt. Dann entscheiden die Bedingungen des 2G-Vertrags, wer die Kosten trägt, und diese Bedingungen sind nicht öffentlich.

Was die Historie von Energy Vault zeigt

- **Zollbedingte Stornierungen.** Laut 10-Q für das zweite Quartal 2026 wurden mehrere Verkaufsprojekte mit Dritten im Auftragsbestand und in der entwickelten Pipeline wegen der erwarteten Kosten für den Import von B-VAULT-Produkten aus China verschoben oder storniert.
- **Keine Stornierungen in den berichteten Auftragseingängen.** Die berichteten Netto-Auftragseingänge von Energy Vault weisen im ersten Halbjahr 2026 und im ersten Halbjahr 2025 keine Stornierungen aus.
- **Struktur des Auftragsbestands.** Der Auftragsbestand stieg wertmäßig von 1,31 Mrd. USD zum Jahresende 2025 auf 1,52 Mrd. USD zum 30. Juni 2026, während das Energievolumen von 3,4 GWh auf 2,6 GWh sank.

- **Wertberichtigungen.** Zum 30. Juni 2026 bestanden bei Energy Vault Wertberichtigungen für erwartete Kreditverluste von 41,7 Mio. USD: 25,2 Mio. USD auf Vertragsvermögenswerte, 11,5 Mio. USD auf Kundenfinanzierungsforderungen, 3,8 Mio. USD auf Wandelanleihe-Forderungen und 1,3 Mio. USD auf Forderungen aus Lieferungen und Leistungen.

- **DG Fuels.** Die 2021 gemeldete 1,6-GWh-Vereinbarung mit DG Fuels führte nicht zu einer dauerhaften Kundenbeziehung; Energy Vault schrieb seine DG-Fuels-Wandelanleihen 2025 unter Verweis auf finanzielle Schwierigkeiten von DG Fuels ab (siehe Gegenparteirisiko).

- **Ein Stornierungsvorwurf, der sich als falsch erwies.** Im Dezember 2022 legte ein Leerverkäufer nahe, ein 440-MWh-Versorgerprojekt sei storniert worden. NV Energy vergab das Projekt am 12. Dezember 2022 an Energy Vault, und der Verfasser nahm die Behauptung im Mai 2023 zurück. Frühere Stornierungsvorwürfe gegen Energy Vault haben sich also nicht alle bestätigt.

Unsere Einschätzung

Nach öffentlicher Informationslage besteht der Schutz von 2G gegen eine Stornierung aus der Reservierungsgebühr von 17,0 Mio. USD (rund 14,9 Mio. EUR), das sind etwa 5 % des geschätzten Auftragswerts von 275 Mio. EUR. Alles Weitere hängt von Vertragsbedingungen ab, die 2G nicht offengelegt hat. Unser Szenario (c) im Abschnitt zu Cashflow, Working Capital und Finanzierung zeigt eine Stornierung oder Nichtfinanzierung von 50 %: rund 60 Mio. EUR gebundenes Working Capital Ende 2027, eine Nettoabschreibung und ein Verwertungsverlust von rund 25 Mio. EUR sowie ein DCF-Effekt von rund -0,8 EUR je Aktie. Das Risiko würde deutlich sinken, wenn 2G (i) Entschädigungen bei Stornierung und Verschiebung, (ii) Anzahlungen über die Reservierungsgebühr hinaus und (iii) das Endkundenprojekt und die Finanzierung offenlegte, denen die eigene Tranche zugeordnet ist.

Cashflow, Working Capital und Finanzierung

Auftragseingang ist nicht Umsatz, Umsatz ist nicht Cashflow, und ein angekündigtes Projekt ist noch keine finanzierte und profitable Produktion. Für einen Containerauftrag dieser Größe ist die Zahlungsabfolge klar: Materialkosten, 2025 rund 60 % der Gesamtleistung, fallen zwei bis drei Quartale vor der Übergabe an; Umsatz und Rechnungsstellung folgen der Übergabe; erhaltene Anzahlungen verringern die Lücke, während Anzahlungsavale und Garantien Kreditlinien binden. Die folgenden Szenarien sind unsere Schätzungen auf Basis des geschätzten Auftragswerts von 275 Mio. EUR, eines EBITDA-Beitrags von rund 14 % und unseres veröffentlichten Modells.

Schätzungen PCR	(a) Vollständig, pünktlich	(b) Verzögerung um 2-3 Quartale	(c) 50 % Stornierung oder Nichtfinanzierung
Umsatz 2027 / 2028 / 2029 (Mio. EUR)	70 / 205 / 0	0 / 70 / 205	35 / 35 / 0
EBITDA-Beitrag, kumuliert (Mio. EUR)	rund 38	rund 38, abzüglich 5-6 Vorhaltekosten	rund 19, abzüglich rund 25 Nettoabschreibung und Verwertungsverlust
Spitze des Net Working Capital, Ende 2027 (Mio. EUR)	50-65 bei rund 30 % Anzahlungen; rund 115 nur mit Reservierungsgebühr	rund 60, 2-3 Quartale länger gebunden	rund 60, teilweise nicht zurückgeführt
Effekt auf die Nettoverschuldung, Ende 2027 (Mio. EUR)	+50 bis +115	rund +60, Rückgang ab 2029	rund +60, Rückgang nur bei Verwertung
Effekt auf den DCF-Wert je Aktie (ggü. 37,08 EUR)	+0,6 bis +0,9	+0,3	-0,8

Quelle: Schätzungen PCR; Geschäftsbericht 2025 der 2G Energy AG (Materialintensität); Marktschätzungen (Auftragswert). Szenariowerte sind illustrativ und keine Unternehmensprognose.

Die Bilanz verdeutlicht den Punkt. Zum 31. Dezember 2025 lagen die Bankguthaben von 2G abzüglich Kontokorrent bei 0,04 Mio. EUR, die freien Kreditlinien nach einer befristeten Erhöhung um 15 Mio. EUR bei 37,8 Mio. EUR. Selbst der günstige Fall erfordert mehr Working Capital als diese Linien zum Jahresende; der Energy-Vault-Auftrag setzt daher voraus, dass die Anzahlungen aus den Rechenzentrumsaufträgen des zweiten Quartals 2026 wie im Geschäftsbericht erwartet eingegangen sind. Die Halbjahresbilanz 2026, mit vorläufigen Zahlen am 29. September und dem vollständigen Bericht am 15. Oktober, ist daher der entscheidende Datenpunkt.

Auswirkung auf unser Kursziel. Als einmaliger Auftrag ist der Vertrag in unserem DCF 0,6 bis 0,9 EUR je Aktie wert. Nur wenn wir ihn als Beleg für ein dauerhaft höheres Niveau werten würden, mit rund 200 Mio. EUR zusätzlichem Jahresumsatz ab 2028 bei unveränderten Margen, stiege der DCF-Wert um rund 6,6 EUR und unser gewichtetes Kursziel auf rund 43 EUR. Diese Sicht übernehmen wir nicht: Sie beruht auf einem einzelnen Kunden mit dünner Eigenkapitalbasis, das Lieferfenster liegt außerhalb unseres Zwölfmonatshorizonts, und die Lieferung hängt von Kapazität ab, die noch nicht gebaut ist. Unser Kursziel von 39,00 EUR bleibt unverändert.

Warum wir eine Kapitalerhöhung erwarten

Wir erwarten, dass 2G innerhalb unseres Zwölfmonatshorizonts Eigenkapital oder eigenkapitalnahe Mittel aufnimmt. Dies ist unsere eigene Einschätzung auf Basis öffentlicher Informationen. Das Unternehmen hat keine Kapitalmaßnahme angekündigt, und uns liegen keine Informationen über das Veröffentlichte hinaus vor.

- **Ausgangslage.** Zum 31. Dezember 2025 lagen die Bankguthaben abzüglich Kontokorrent bei 0,04 Mio. EUR und die freien Kreditlinien bei 37,8 Mio. EUR, einschließlich einer befristeten Erhöhung um 15 Mio. EUR. Ob Anzahlungen aus den Aufträgen des zweiten Quartals 2026 die Liquidität wieder aufgebaut haben, zeigt erst die Halbjahresbilanz.

- **Der Bedarf erreicht 2027 seinen Höhepunkt.** Allein der Energy-Vault-Auftrag bindet in der Spitze Ende 2027 schätzungsweise 50 bis 115 Mio. EUR Working Capital. Gleichzeitig stellt 2G bis Ende 2027 einen zweiten Produktionsstandort fertig und plant ab Anfang 2028 eine neue Montagehalle mit mindestens 300 Mio. EUR zusätzlicher Umsatzkapazität. Die damit verbundenen Investitionen hat das Unternehmen nicht beziffert; die in unserem Modell unterstellten Investitionen von 18 bis 21 Mio. EUR pro Jahr könnten zu niedrig sein.

- **Avalrahmen.** Projektfinanzierer von Kunden verlangen vom Lieferanten üblicherweise Anzahlungsavale und Konzerngarantien. Diese beanspruchen dieselben Bankbeziehungen, die das Working Capital finanzieren.

- **Die Ermächtigungen liegen vor.** Die Hauptversammlung 2025 hat den Vorstand bis zum 11. Juni 2030 ermächtigt, das Grundkapital durch Ausgabe neuer Aktien um bis zu 8,97 Mio. EUR zu erhöhen (Genehmigtes Kapital 2025), entsprechend 50 % des derzeitigen Grundkapitals, sowie Wandel- oder Optionsschuldverschreibungen im Gesamtnennbetrag von bis zu 200 Mio. EUR auszugeben, unterlegt mit bedingtem Kapital von bis zu 8,97 Mio. Aktien. Die Hauptversammlung 2026 hat diese Ermächtigungen nicht geändert.

- **Eigenkapital ist für das Unternehmen günstig.** Bei 65,20 EUR notiert die Aktie rund zwei Drittel über unserem fairen Wert. Aus Corporate-Finance-Sicht ist eine Aktienausgabe auf diesem Niveau ein effizienter Weg, Wachstum zu finanzieren.

Als wahrscheinlichste Formen sehen wir eine beschleunigte Platzierung (Accelerated Bookbuilding) von rund 10 % des Grundkapitals, rund 1,8 Mio. Aktien oder 100 bis 110 Mio. EUR brutto bei 55 bis 60 EUR, oder eine Wandelanleihe. Eine große Bezugsrechtskapitalerhöhung halten wir für weniger wahrscheinlich. Aus Corporate-Finance-Sicht wären die Monate nach dem Halbjahresbericht und dem Kapitalmarkttag ein naheliegendes Zeitfenster, da das Unternehmen dann über eine aktualisierte Bilanz und einen kommunizierten Mittelfristplan verfügt.

Illustrative Kapitalerhöhung um 10 %	Ausgabepreis 55 EUR	Ausgabepreis 60 EUR
Neue Aktien (Mio.)	1,79	1,79
Bruttoerlös (Mio. EUR)	98,7	107,6
Nettoerlös nach rund 3 % Kosten (Mio. EUR)	95,7	104,4
Aktien nach der Maßnahme (Mio.)	19,73	19,73
DCF-Wert je Aktie PCR (EUR), derzeit 37,08	38,56	39,00

Quelle: Konzernabschluss 2025 der 2G Energy AG (genehmigtes und bedingtes Kapital); Einladung zur Hauptversammlung vom 19. August 2026; Schätzungen PCR. Illustrativ, keine Prognose der Konditionen.

Eine Kapitalerhöhung würde unseren fairen Wert nicht senken. Unser DCF zieht das für den Hochlauf benötigte Working Capital und die Investitionen bereits ab; Emissionserlöse würden Fremdkapital ersetzen und bei einem Ausgabepreis über unserem fairen Wert den Wert je Aktie leicht auf rund 39 EUR anheben, im Einklang mit unserem Kursziel. Die Wirkung zeigte sich stattdessen im Aktienkurs: Platzierungsabschläge, zusätzliches Aktienangebot und die Bestätigung, dass das Wachstum extern statt aus dem operativen Cashflow finanziert wird. Eine Kapitalmaßnahme sehen wir daher als negativen Katalysator für die Aktie, nicht als Änderung unserer Bewertung.

Unsere Schätzungen im Vergleich zum Konsens

Mio. EUR		2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2035e
Umsatz	PCR	485	595	700	780	850	1.085
	Konsens	490	620	791	949	1.091	n. a.
EBIT-Marge	PCR	9,5 %	11,0 %	12,0 %	12,5 %	12,5 %	12,5 %
	Konsens	9,7 %	11,5 %	12,8 %	13,5 %	14,5 %	n. a.
EBITDA	PCR	56,1	77,0	97,0	112,0	122,3	155,6
	Konsens	56,6	80,2	111,4	142,9	168,3	n. a.
Free Cashflow	PCR	(14,2)	7,2	24,6	44,8	55,1	78,8
	Konsens	20,4	19,6	27,6	75,2	88,2	n. a.
Nettoverschuldung / (Nettoliquidität)	PCR	30,0	29,7	13,6	n. a.	n. a.	n. a.
	Konsens	(33,8)	(44,1)	(45,8)	n. a.	n. a.	n. a.

Quelle: PCR (Studie vom 8. September 2026; FCF unlevered laut DCF, Nettoverschuldung abgeleitet aus levered FCF und Dividenden); S&P Capital IQ Konsens-Median (levered FCF; Stand 24. September 2026; berücksichtigt möglicherweise nicht alle Aktualisierungen nach dem Energy-Vault-Auftrag)

Die Lücke liegt nicht bei der Nachfrage, sondern beim Cashflow. Allein für 2026 erwartet der Konsens zum Jahresende eine Nettoliquidität von 34 Mio. EUR, wir erwarten eine Nettoverschuldung von rund 30 Mio. EUR. Die Differenz von mehr als 60 Mio. EUR ist fast vollständig eine Frage des Working Capital, und die Antwort liegt in der Halbjahresbilanz und in den Anzahlungsbedingungen, die das Management noch nicht beziffert hat.

Fazit

Der Energy-Vault-Auftrag bestätigt, dass die containerisierten Erzeugungsanlagen von 2G im US-Rechenzentrumsmarkt gefragt sind, und er verbessert die Umsatzvisibilität für 2028. Er zeigt aber auch, dass 2G beim selben Kunden direkt mit Rolls-Royce MTU konkurriert und dass der Kunde seine eigene Finanzierung Tranche für Tranche organisiert. An den Treibern unserer Bewertung ändert er nichts: an der Rate, mit der 2G EBITDA in Cashflow umwandelt, am Working Capital, das das Wachstum bindet, und an der Qualität der Kunden, die dieses Wachstum finanzieren. In jedem dieser Punkte erhöht der Auftrag zunächst das Risiko, bevor er Belege liefert. Er trägt zudem ein Stornierungsrisiko, das in der Berichterstattung von 2G nicht sichtbar ist: Es handelt sich um vorab gekaufte Kapazität für Endkundenprojekte, die sich noch in Gesprächen befinden, und die einzige offengelegte Zahlung deckt rund 5 % des geschätzten Werts.

Wir erwarten, dass die Finanzierungslücke zumindest teilweise mit neuem Eigenkapital geschlossen wird, was wir als negativen Katalysator für die Aktie sehen. Fragen, die wir dem Unternehmen vor unserer Studie übermittelt haben, sind unbeantwortet geblieben; Anzahlungsbedingungen, Avale und Finanzierungspläne bleiben daher offene Informationslücken. Für den 29. September erwarten wir ein sehr schwaches erstes Halbjahr mit einem Umsatz deutlich unter Vorjahr und einem EBIT um die Nulllinie. Die nächsten drei Wochen bringen die entscheidenden Daten: die vorläufigen Halbjahreszahlen am 29. September, den Kapitalmarkttag am 1. Oktober und den vollständigen Halbjahresbericht am 15. Oktober. Solange Anzahlungen, Margen und Cash Conversion nicht belegt sind, preist der aktuelle Kurs aus unserer Sicht ein Bull-Case-Szenario ein. Wir bestätigen unser Verkaufen-Rating mit einem Kursziel von 39,00 EUR, entsprechend einem Abwärtspotenzial von 38 % gegenüber dem Schlusskurs vom 24. September 2026.

Hinweis zu Informationen Dritter

Aussagen über die Energy Vault Holdings, Inc. beruhen ausschließlich auf deren Pflichtveröffentlichungen und Mitteilungen; laufende Verfahren und Vorwürfe sind als solche gekennzeichnet. Verweise auf Mitteilungen von Anwaltskanzleien beschreiben lediglich deren Existenz und Inhalt; sie sind keine Feststellungen, und wir machen sie uns nicht zu eigen. Diese Veröffentlichung ist keine Aufforderung zur Teilnahme an rechtlichen Schritten. Anleger sollten vor jeder Entscheidung die Originalmitteilungen der Unternehmen, die SEC-Unterlagen (einschließlich der Risikofaktoren in Item 1A der Forms 10-K von Energy Vault für 2024 und 2025: https://www.sec.gov/cgi-bin/browse-edgar?action=getcompany&CIK=0001828536&type=10-K), die Gerichtsakten und die Vertragsdokumentation prüfen. Der Stand von Rechtsstreitigkeiten kann sich ändern.

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 Umfelder 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 ist das erste Update zu unserer am 8. September 2026 veröffentlichten Initialstudie zur 2G Energy AG (Verkaufen, Kursziel 39,00 EUR). Rating und Kursziel sind seitdem unverändert.

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. In Aktien der 2G Energy AG hält Parmantier & Cie. Research zum Zeitpunkt der Veröffentlichung weder Long- noch Short-Positionen.

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, verbundene Unternehmen oder Mitarbeiter halten zum Zeitpunkt der Veröffentlichung weder Long- noch Short-Positionen in Aktien der 2G Energy AG.
2. **Marktaktivitäten:** Parmantier & Cie. Research und/oder seine verbundenen Unternehmen haben in den letzten 12 Monaten nicht 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 keine 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, haben keine persönlichen Beziehungen zu den in diesem Bericht analysierten Unternehmen.

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.

Dieses Update wurde am 25. September 2026 veröffentlicht. Der im Bericht angegebene Schlusskurs basiert auf Daten der Frankfurter Wertpapierbörse vom 24. 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.