

# clearvise AG

Deutschland / Energieproduktion  
 Börsen: Düsseldorf, Hamburg, München  
 Bloomberg: ABO GR  
 ISIN: DE000A1EWXA4

Update

## BEWERTUNG

### KURSZIEL

Aufwärtspotenzial  
 Risikobewertung

## BUY

€ 3,30

55,7%  
 Low

## CLEARVISE EXPANDIERT NACH ITALIEN

clearvise hat im Dezember 2023 den Markteintritt in Italien verkündet und eine Entwicklungskooperation mit einem italienischen Projektentwickler unterzeichnet. Diese umfasst ein Portfolio von fünf italienischen Freiflächen-Photovoltaik-Projekten mit einer geplanten Kapazität von ca. 125 MWp. Bau und Inbetriebnahme sind für 2025/26 geplant. Wir begrüßen den Eintritt in den italienischen PV-Markt, der vergleichsweise hohe Renditen bietet und clearvise nach dem Austritt aus dem finnischen Markt in Europa wieder breiter aufstellt. Ende 2023 hatte das Grünstromportfolio von clearvise eine Kapazität von 274 MW und erstreckte sich über die Länder Deutschland, Frankreich und Irland. Wegen des Rückgangs der Portfoliokapazität um 30 MW durch den Verkauf der finnischen Windparks und herausfordernder Marktbedingungen für die Expansion des Portfolios senken wir unsere Ausbau-, Umsatz- und EBITDA-Margenprognosen für 2024 & 2025. Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt ein neues Kursziel von €3,30 (bisher: €3,70). Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung.

**Verkauf der finnischen Windparks erfolgreich abgeschlossen** Im Oktober 2023 meldete clearvise den Vollzug des im Juli geschlossenen Vertrags zum Verkauf der Haapajärvi-Windparks (30 MW). Das Unternehmen konnte über den vereinbarten Mindestkaufpreis hinaus durch Nachverhandlung der Pachtverträge Earn-Out-Komponenten in siebenstelliger Höhe realisieren.

**Stromproduktion in den ersten 9 Monaten 2023 um 13% J/J gesteigert** In den ersten neun Monaten des Jahres 2023 produzierte clearvise 408 GWh (9M/22: 362 GWh). Das dritte Quartal trug 130 GWh bei, was einer Produktionssteigerung von 13% gegenüber dem Vorjahresquartal entspricht.

**Sinken der langfristigen Zinsen verbessert Finanzierungsbedingungen** Die zehnjährige Bundesanleihe ist seit der Veröffentlichung unseres letzten Updates von 2,7% auf 2,2% gefallen. Nachdem der kräftige Anstieg der Zinsen 2023 die Renditen für Neuprojekte lange Zeit deutlich geschmälert hat, sollte... (b.w.)

## FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Umsatz (€ Mio.)	36,45	32,88	64,03	42,57	38,48	45,28
Jährliches Wachstum	10,2%	-9,8%	94,7%	-33,5%	-9,6%	17,7%
EBIT (€ Mio.)	9,13	2,91	25,31	11,64	4,87	6,69
EBIT-Marge	25,1%	8,8%	39,5%	27,4%	12,7%	14,8%
Jahresübers. (€ Mio.)	2,37	-3,28	11,62	3,65	-2,42	-2,77
EPS (verwässert) (€)	0,05	-0,06	0,18	0,05	-0,03	-0,03
DPS (€)	0,02	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF (€ Mio.)	25,64	2,68	20,40	71,09	-49,68	-129,30
Nettoverschuldungsgrad	314,4%	247,9%	117,7%	53,5%	106,7%	134,9%
Liquide Mittel (€ Mio.)	17,32	23,20	77,67	80,49	63,03	59,61

## RISIKEN

Unterdurchschnittliche Windbedingungen oder Sonneneinstrahlung, Verzögerungen bei Genehmigung und Bau, technische Probleme bei Grünstromanlagen, hohe Zinsen, EK- und FK-Beschaffung.

## UNTERNEHMENSPROFIL

Die clearvise AG ist Eigentümerin und Betreiberin eines europäischen Portfolios von Grünstromanlagen (Wind, Solar, Biogas). Das Unternehmen ist in Deutschland, Irland, Frankreich und Italien aktiv. Ende 2023 hatte das Portfolio eine Kapazität von ca. 274 MW. Unternehmenssitz ist Wiesbaden in Hessen.

## HANDELSDATEN

Stand: 9. Jan 2024

Schlusskurs	€ 2,12
Aktien im Umlauf	75,36 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 159,75 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 1,86 / 2,64
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	18.158

Multiples	2022	2023E	2024E
KGV	12,1	43,7	n.a.
EV/Sales	4,4	6,7	7,4
EV/EBIT	11,2	24,3	58,2
Div.-Rendite	0,0%	0,0%	0,0%

## KURSÜBERSICHT



## UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 30. Jun 2023

Liquide Mittel	€ 63,93 Mio.
Kurzfristige Vermögenswerte	€ 69,57 Mio.
Immaterielle Vermögenswerte	€ 4,63 Mio.
Bilanzsumme	€ 339,06 Mio.
Kurzfristige Verbindlichkeiten	€ 68,70 Mio.
Eigenkapital	€ 102,06 Mio.

## AKTIONÄRSSTRUKTUR

Tion Renewables AG	18,4%
Union Invest Privatfonds GmbH	6,1%
Paladin Asset Management InvAG	5,0%
Free Float	70,5%



der jüngste Rückgang des Zinsniveaus die Umsetzung von Projekten finanzseitig wieder etwas einfacher machen.

**Vorsichtigere Annahmen zur Portfolioexpansion** Nachdem die Kapazität des Grünstromportfolios von clearvise 2023 um insgesamt 29 MW auf 274 MW zurückgegangen ist, senken wir angesichts der herausfordernden Bedingungen für den Erwerb rentabler Wind- und PV-Projekte (niedrigere Strompreise, höhere Zinsen, Projektverzögerungen, gestiegene Investitionskosten) unsere Annahmen zur Portfolioexpansion bis Ende 2025. Statt einer operativen Kapazität von 750 MW unterstellen wir nunmehr einen Ausbau auf 533 MW (vgl. Abbildung 1).

**Abbildung 1: Aktualisierte Prognose des Kapazitätsausbaus bis Ende 2025**

Kapazität in MW	2022	2023	2024E	2025E
<b>Wind</b>				
MW Jahresanfang	162	169	139	139
MW Erweiterung	7	-30	0	20
MW Jahresende	169	139	139	159
<b>Solar</b>				
MW Jahresanfang	36	133	134	223
MW Erweiterung	97	1	89	150
MW Jahresende	133	134	223	373
<b>Biogas</b>				
MW Jahresanfang	1	1	1	1
MW Erweiterung	0	0	0	0
MW Jahresende	1	1	1	1
<b>Gesamt</b>				
MW Jahresanfang	199	303	274	363
MW Erweiterung	104	-29	89	170
<b>MW Jahresende</b>	<b>303</b>	<b>274</b>	<b>363</b>	<b>533</b>

Quelle: First Berlin Equity Research, clearvise AG

**Schätzungen überarbeitet** Unsere Schätzungen für 2023 haben wir nach der Veröffentlichung der Produktionszahlen für die ersten neun Monate 2023 leicht überarbeitet. In den ersten neun Monaten hat clearvise 408 GWh Strom produziert. Für das Gesamtjahr unterstellen wir eine Stromproduktion von 515 GWh und damit für Q4 107 GWh. Unsere Schätzung berücksichtigt, dass die Stromproduktion der finnischen Windparks seit dem Vollzug des Verkaufsvertrags im Oktober 2023 clearvise nicht mehr angerechnet wird. Unsere Umsatz- und AEBITDA-Schätzungen liegen in der unteren Hälfte der Unternehmensguidance (vgl. Abbildung 2). Die AEBITDA-Prognose enthält nicht den Veräußerungsgewinn aus dem Verkauf der finnischen Windparks, den wir auf knapp €8 Mio. schätzen. Unsere EBITDA-Schätzung liegt daher bei €34,8 Mio.

**Abbildung 2: Guidance für 2023 und FB-Schätzungen**

Zahlen in € Mio.	unterer Rand	oberer Rand	Mittelwert	FBe
Stromproduktion (GWh)	513	555	534,0	515,1
Umsatz	42	45	43,5	42,6
AEBITDA	26	29	27,5	27,1
AEBITDA-Marge (in %)	62%	64%	63,2%	63,7%

Quelle: First Berlin Equity Research, clearvise AG



Der von uns prognostizierte langsamere Portfolioausbau führt zu einer Senkung unserer Schätzungen für 2024 und die Folgejahre (vgl. Abbildung 3). Für 2024 haben wir unsere Umsatzschätzung um 7% und für 2025E um 23% gesenkt. Das geringere Expansionstempo führt zu niedrigeren Prognosen bezüglich Investitionen, Abschreibungen und Schuldenaufnahme. Letzteres führt dazu, dass unsere Prognosen für die Zinsaufwendungen geringer ausfallen als bisher.

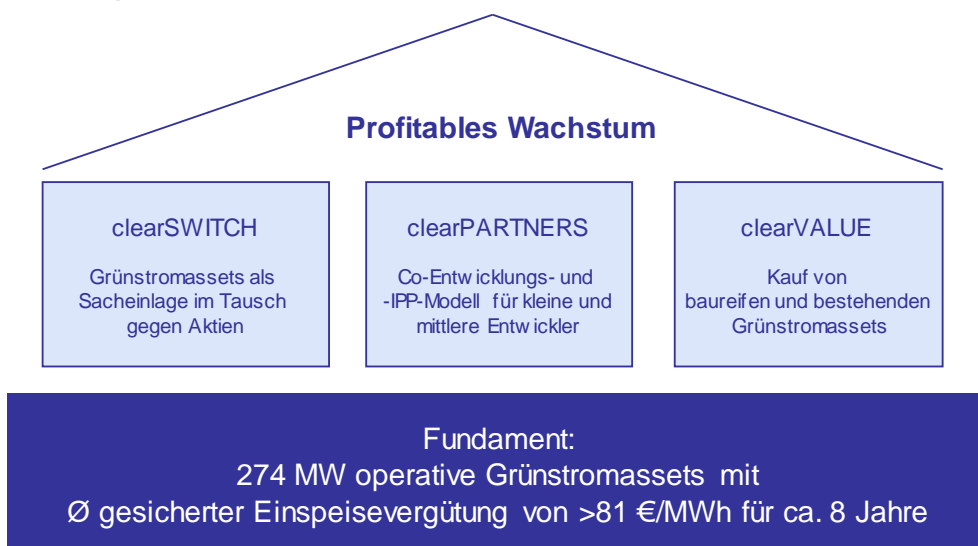
**Abbildung 3: Anpassung der Schätzungen**

Alle Zahlen in € Mio.	2023E			2024E			2025E		
	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta
Umsatz	42,5	42,6	0%	41,3	38,5	-7%	58,8	45,3	-23%
EBITDA	36,4	34,8	-4%	27,7	25,3	-9%	41,4	30,5	-26%
Marge	85,6%	81,7%		67,2%	65,8%		70,5%	67,3%	
Jahresüberschuss	3,8	3,7	-4%	-2,6	-2,4	-	-1,8	-2,8	-
Marge	8,9%	8,6%		-6,3%	-6,3%		-3,1%	-6,1%	
EPS (verwässert) in €	0,05	0,05	-4%	-0,04	-0,03	-	-0,02	-0,03	-

Quelle: First Berlin Equity Research, clearvise AG

**clearvise bleibt trotz Kurszielsenkung ein klarer Kauf** Wir gehen davon aus, dass clearvise aufgrund des langsameren Expansionstempos dieses Jahr keine Eigenkapitalmaßnahme durchführen wird. Ein aktualisiertes DCF-Modell, das die gesenkten Schätzungen und die niedrigere Rendite für risikolose Anlagen berücksichtigt, ergibt ein neues Kursziel von €3,30 (bisher: €3,70). Wir sehen 2024 als ein Übergangsjahr an, in dem der Umsatzrückgang durch den Verkauf der finnischen Windparks nur partiell durch Umsatzbeiträge neu erworbener Grünstromassets kompensiert werden kann. Ab 2025E sollte clearvise wieder auf den Wachstumspfad zurückkehren. Wir halten die 3-Säulen-Wachstumsstrategie (vgl. Abb. 4) weiterhin für den richtigen Weg zur Steigerung des Unternehmenswertes. Die Expansion nach Italien im Rahmen der clearPARTNERS-Säule belegt dies eindrucksvoll. Wir können nicht ausschließen, dass größere Wettbewerber von clearvise dies ähnlich sehen und bereit sind, eine strategische Prämie für die Übernahme des Portfolios zu zahlen. Ein Übernahmeangebot würde das Upside-Potenzial von fast 60%, das unser DCF-Modell ergibt, schnell heben. Wir empfehlen die Aktie weiterhin zum Kauf.

**Abbildung 4: Das 3-Säulen-Wachstumsmodell von clearvise**



Quelle: First Berlin Equity Research, clearvise AG



## BEWERTUNGSMODELL

DCF Bewertungsmodell*								
Alle Angaben in Tsd. EUR	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
<b>Nettoumsatz</b>	<b>42.566</b>	<b>38.481</b>	<b>45.279</b>	<b>61.381</b>	<b>73.657</b>	<b>78.927</b>	<b>84.121</b>	<b>89.176</b>
<b>NOPLAT</b>	<b>9.306</b>	<b>3.068</b>	<b>4.887</b>	<b>12.957</b>	<b>14.708</b>	<b>18.200</b>	<b>20.257</b>	<b>22.691</b>
+ Abschreibungen	23.155	20.471	23.769	28.276	35.415	35.888	36.333	36.774
= Operativer Cashflow (netto)	32.461	23.539	28.656	41.233	50.123	54.088	56.590	59.464
- Gesamte Investitionen (Capex und WC)	38.628	-73.221	-157.960	-208.451	-44.977	-44.011	-44.329	-44.258
Capex	40.156	-73.870	-157.075	-206.269	-43.458	-43.410	-43.743	-43.696
Working Capital	-1.528	649	-885	-2.182	-1.519	-601	-586	-562
= Freier Cashflow (FCF)	71.088	-49.682	-129.304	-167.218	5.146	10.077	12.261	15.206
<b>GW der FCFs</b>	<b>0</b>	<b>-47.623</b>	<b>-118.701</b>	<b>-147.012</b>	<b>4.333</b>	<b>8.125</b>	<b>9.467</b>	<b>11.244</b>

in Tsd EUR	
GWs der FCFs explizite Periode (2023E- 2037E)	-177.122
GWs der FCFs in der Terminalperiode	529.573
Unternehmenswert (EV)	352.452
+ Nettokasse / - Nettoverbindl. (pro forma)	11.283
+ Investitionen / Anteile Dritter	0
Shareholder Value	363.735
Verwässerte Aktienzahl (tsd)	109.049
<b>Fairer Wert je Aktie (in €)</b>	<b>3,34</b>

Terminales Wachstum	2,0%
Terminale EBIT-Marge	39,0%

WACC	4,4%
Eigenkapitalkosten	7,2%
Fremdkapitalkosten (vor Steuern)	4,0%
Normaler Steuersatz	27,0%
Fremdkapitalkosten (nach Steuern)	2,9%
EK- Anteil	35,0%
FK- Anteil	65,0%
<b>Kursziel (in €)</b>	<b>3,30</b>

		Umsatzwachstum in der Terminalperiode						
		1,25%	1,50%	1,75%	2,00%	2,25%	2,50%	2,75%
WACC	3,67%	4,69	5,11	5,63	6,31	7,23	8,54	10,57
	3,92%	3,91	4,22	4,59	5,06	5,66	6,49	7,66
	4,17%	3,27	3,50	3,76	4,09	4,51	5,05	5,78
	4,42%	2,74	2,90	3,10	3,34	3,63	3,99	4,47
	4,67%	2,28	2,41	2,55	2,72	2,93	3,18	3,51
	4,92%	1,89	1,99	2,09	2,22	2,37	2,55	2,77
	5,17%	1,56	1,63	1,70	1,80	1,90	2,03	2,18

\* aus Layoutgründen werden nur die Jahre bis 2030 gezeigt, das Modell reicht aber bis 2037



## GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Alle Angaben in tsd. EUR	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>Umsatz</b>	<b>36.447</b>	<b>32.881</b>	<b>64.032</b>	<b>42.566</b>	<b>38.481</b>	<b>45.279</b>
Herstellungskosten	-398	-354	-283	-303	-315	-321
<b>Bruttogewinn</b>	<b>36.050</b>	<b>32.527</b>	<b>63.749</b>	<b>42.264</b>	<b>38.166</b>	<b>44.958</b>
Personalkosten	-304	-656	-1.229	-1.630	-1.860	-2.050
Sonstige betriebliche Erträge	936	218	509	8.338	577	679
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-9.003	-10.253	-15.152	-14.175	-11.544	-13.131
<b>EBITDA</b>	<b>27.679</b>	<b>21.836</b>	<b>47.877</b>	<b>34.797</b>	<b>25.339</b>	<b>30.456</b>
Abschreibungen & Amortisation	-18.548	-18.931	-22.565	-23.155	-20.471	-23.769
<b>EBIT</b>	<b>9.131</b>	<b>2.905</b>	<b>25.312</b>	<b>11.642</b>	<b>4.868</b>	<b>6.687</b>
Nettofinanzergebnis	-5.134	-4.717	-6.624	-5.652	-5.490	-7.659
<b>EBT</b>	<b>3.997</b>	<b>-1.812</b>	<b>18.689</b>	<b>5.990</b>	<b>-622</b>	<b>-972</b>
Steuern (inkl. sonstiger Steuern)	-1.631	-1.466	-7.070	-2.336	-1.800	-1.800
Minderheitsbeteiligungen	0	0	0	0	0	0
<b>Nettogewinn/ -verlust</b>	<b>2.366</b>	<b>-3.277</b>	<b>11.619</b>	<b>3.654</b>	<b>-2.422</b>	<b>-2.772</b>
<b>EPS (verwässert)</b>	<b>0,05</b>	<b>-0,06</b>	<b>0,18</b>	<b>0,05</b>	<b>-0,03</b>	<b>-0,03</b>

### Kennzahlen

Bruttomarge	98,9%	98,9%	99,6%	99,3%	99,2%	99,3%
EBITDA-Marge	75,9%	66,4%	74,8%	81,7%	65,8%	67,3%
EBIT-Marge	25,1%	8,8%	39,5%	27,4%	12,7%	14,8%
Nettomarge	6,5%	-10,0%	18,1%	8,6%	-6,3%	-6,1%
Steuersatz	40,8%	-80,9%	37,8%	39,0%	-289,4%	-185,3%

### Ausgaben in % vom Umsatz

Personalkosten	0,8%	2,0%	1,9%	3,8%	4,8%	4,5%
Abschreibungen & Amortisation	50,9%	57,6%	35,2%	54,4%	53,2%	52,5%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	24,7%	31,2%	23,7%	33,3%	30,0%	29,0%

### Jährliches Wachstum

Gesamtumsatz	10,2%	-9,8%	94,7%	-33,5%	-9,6%	17,7%
EBITDA	6,3%	-21,1%	119,3%	-27,3%	-27,2%	20,2%
Operatives Ergebnis	34,7%	-68,2%	771,3%	-54,0%	-58,2%	37,4%
Nettogewinn/ -verlust	n.m.	n.m.	n.m.	-68,6%	n.m.	n.m.



## BILANZ

Alle Angaben in tsd. EUR	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>Vermögen</b>						
<b>Umlaufvermögen, gesamt</b>	<b>23.719</b>	<b>33.826</b>	<b>91.328</b>	<b>93.065</b>	<b>75.053</b>	<b>72.576</b>
Liquide Mittel	17.319	23.198	77.665	80.488	63.026	59.612
Kurzfristige Investitionen	0	0	0	0	0	0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	5.310	5.849	6.933	5.831	5.271	6.203
Vorräte	204	292	232	249	259	264
Sonstige Forderungen	886	4.487	6.497	6.497	6.497	6.497
<b>Anlagevermögen, gesamt</b>	<b>164.190</b>	<b>197.087</b>	<b>266.944</b>	<b>203.632</b>	<b>257.031</b>	<b>390.337</b>
Sachanlagen	157.778	191.327	261.835	199.161	253.115	386.903
Goodwill & Immaterielle Vermögenswerte	6.201	5.571	4.940	4.302	3.747	3.265
Finanzanlagen	211	190	170	169	169	169
Sonstige Vermögenswerte	0	0	0	0	0	0
<b>Aktiva</b>	<b>187.909</b>	<b>230.913</b>	<b>358.272</b>	<b>296.697</b>	<b>332.084</b>	<b>462.913</b>
<b>Eigenkapital und Verbindlichkeiten</b>						
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt</b>	<b>23.195</b>	<b>30.742</b>	<b>78.535</b>	<b>54.308</b>	<b>65.934</b>	<b>59.867</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten (kurzfristig)	18.347	23.674	26.613	5.000	16.526	10.408
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	912	1.416	5.103	2.489	2.588	2.640
Rückstellungen (kurzfristig)	2.686	3.024	9.775	9.775	9.775	9.775
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	1.250	2.628	37.045	37.045	37.045	37.045
<b>Langfristige Verbindlichkeiten, gesamt</b>	<b>125.958</b>	<b>143.973</b>	<b>174.802</b>	<b>133.802</b>	<b>159.985</b>	<b>252.530</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten	120.818	138.848	174.554	133.554	159.737	252.282
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	5.140	5.125	248	248	248	248
<b>Mezzanine Kapital</b>	<b>4.888</b>	<b>4.877</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Anteile Dritter</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Eigenkapital</b>	<b>38.756</b>	<b>56.199</b>	<b>104.935</b>	<b>108.587</b>	<b>106.165</b>	<b>150.516</b>
Gezeichnetes Kapital	49.000	57.400	75.356	75.356	75.356	92.480
Kapitalrücklage	14.258	26.578	45.739	45.739	45.739	75.737
Gewinnrücklagen	-24.502	-27.779	-16.160	-12.506	-14.928	-17.700
<b>Passiva</b>	<b>187.909</b>	<b>230.913</b>	<b>358.272</b>	<b>296.697</b>	<b>332.084</b>	<b>462.913</b>
<b>Kennzahlen</b>						
Current ratio (x)	1,02	1,10	1,16	1,71	1,14	1,21
Quick ratio (x)	1,01	1,09	1,16	1,71	1,13	1,21
Nettoverbindlichkeiten	121.846	139.324	123.502	58.066	113.237	203.077
Nettoverschuldungsgrad	314,4%	247,9%	117,7%	53,5%	106,7%	134,9%
Eigenkapitalquote	20,6%	24,3%	29,3%	36,6%	32,0%	32,5%
Finanzverb. inkl. Mezzanine / EBITDA	5,2	7,7	4,2	4,0	7,0	8,6
Buchwert je Aktie (in €)	0,79	1,04	1,58	1,44	1,41	1,79
Return on Equity (ROE)	6,1%	-5,8%	11,1%	3,4%	-2,3%	-1,8%
Return on Investment (ROI)	1,3%	-1,4%	3,2%	1,2%	-0,7%	-0,6%
Return on Assets (ROA)	4,0%	0,6%	5,1%	3,1%	0,9%	1,1%
Return on Capital employed (ROCE)	5,2%	1,6%	11,8%	5,9%	2,5%	2,3%



## CASHFLOWRECHNUNG

Alle Angaben in tsd. EUR	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>EBIT</b>	<b>9.131</b>	<b>2.905</b>	<b>25.313</b>	<b>11.642</b>	<b>4.868</b>	<b>6.687</b>
Abschreibungen	18.548	18.931	22.565	23.155	20.471	23.769
<b>EBITDA</b>	<b>27.679</b>	<b>21.836</b>	<b>47.877</b>	<b>34.797</b>	<b>25.339</b>	<b>30.456</b>
Veränderungen Working Capital	-582	-2.420	762	-1.528	649	-885
Sonstiges (Rückstellungen, etc.)	-1.194	-917	-403	-2.336	-1.800	-1.800
<b>Operativer Cashflow</b>	<b>25.903</b>	<b>18.499</b>	<b>48.236</b>	<b>30.932</b>	<b>24.188</b>	<b>27.771</b>
Investitionen in Sachanlagen	-262	-15.823	-27.836	40.156	-73.870	-157.075
Investitionen in immaterielle Vermögenswerte	0	0	0	0	0	0
<b>Freier Cashflow</b>	<b>25.641</b>	<b>2.676</b>	<b>20.400</b>	<b>71.088</b>	<b>-49.682</b>	<b>-129.304</b>
Akquisitionen und Verkäufe	365	-14.542	-28.049	0	0	0
Andere Investitionen	0	20	1	0	0	0
<b>Cashflow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>103</b>	<b>-30.344</b>	<b>-55.884</b>	<b>40.156</b>	<b>-73.870</b>	<b>-157.075</b>
Cashflow aus FK-Finanzierung, netto	-22.385	-2.996	25.000	-68.265	32.219	78.767
Cashflow aus EK-Finanzierung, netto	0	20.720	37.116	0	0	47.123
Gezahlte Dividenden	-980	0	0	0	0	0
Sonstige Finanzierung	0	0	0	0	0	0
<b>Cashflow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>-23.365</b>	<b>17.724</b>	<b>62.116</b>	<b>-68.265</b>	<b>32.219</b>	<b>125.890</b>
FOREX & sonstige Effekte	0	0	0	0	0	0
<b>Veränderung der liquiden Mittel</b>	<b>2.641</b>	<b>5.879</b>	<b>54.468</b>	<b>2.823</b>	<b>-17.463</b>	<b>-3.414</b>
Cash am Anfang der Periode	14.678	17.319	23.198	77.665	80.488	63.026
<b>Cash zum Ende der Periode</b>	<b>17.319</b>	<b>23.198</b>	<b>77.666</b>	<b>80.488</b>	<b>63.026</b>	<b>59.612</b>
<b>EBITDA je Aktie (in €)</b>	<b>0,56</b>	<b>0,40</b>	<b>0,72</b>	<b>0,46</b>	<b>0,34</b>	<b>0,36</b>
<b>Operativer Cashflow je Aktie</b>	<b>0,53</b>	<b>0,34</b>	<b>0,73</b>	<b>0,41</b>	<b>0,32</b>	<b>0,33</b>
<b>Jährliches Wachstum</b>						
Operativer Cashflow	12,9%	-28,6%	160,7%	-35,9%	-21,8%	14,8%
Freier Cashflow	12,3%	-89,6%	662,2%	248,5%	n.m.	n.m.
EBITDA je Aktie	6,3%	-28,5%	78,6%	-36,0%	-27,2%	7,9%

## Imprint / Disclaimer

### First Berlin Equity Research

First Berlin Equity Research GmbH ist ein von der BaFin betreffend die Einhaltung der Pflichten des §85 Abs. 1 S. 1 WpHG, des Art. 20 Abs. 1 Marktmissbrauchsverordnung (MAR) und der Markets Financial Instruments Directive (MiFID) II, Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) II Durchführungsverordnung und der Markets in Financial Instruments Regulations (MiFIR) beaufsichtigtes Unternehmen.

First Berlin Equity Research GmbH is one of the companies monitored by BaFin with regard to its compliance with the requirements of Section 85 (1) sentence 1 of the German Securities Trading Act [WpHG], art. 20 (1) Market Abuse Regulation (MAR) and Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) II, Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) II Commission Delegated Regulation and Markets in Financial Instruments Regulations (MiFIR).

Anschrift:

First Berlin Equity Research GmbH

Friedrichstr. 69

10117 Berlin

Germany

Vertreten durch den Geschäftsführer: Martin Bailey

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

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

E-Mail: [info@firstberlin.com](mailto:info@firstberlin.com)

Amtsgericht Berlin Charlottenburg HR B 103329 B

UST-Id.: 251601797

Ggf. Inhaltlich Verantwortlicher gem. § 6 MDSStV

First Berlin Equity Research GmbH

**Ersteller: Dr. Karsten von Blumenthal, Analyst**

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

**Für die Erstellung verantwortliches Unternehmen: First Berlin Equity Research GmbH, Friedrichstraße 69, 10117 Berlin**

Die Erstellung dieser Empfehlung wurde am 10. Januar 2024 um 11:20 Uhr abgeschlossen.

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

**Copyright© 2024 First Berlin Equity Research GmbH.** Kein Teil dieser Finanzanalyse darf ohne vorherige schriftliche Genehmigung durch die First Berlin Equity Research GmbH kopiert, fotokopiert, vervielfältigt oder weiterverbreitet werden, gleich in welcher Form und durch welches Medium. Bei Zitaten ist die First Berlin Equity Research GmbH als Quelle anzugeben. Weitere Informationen sind auf Anfrage erhältlich.

### **ANGABEN GEM. § 85 ABS. 1 S. 1 WPHG, ART. 20 ABS. 1 DER VERORDNUNG (EU) NR. 596/2014 DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES VOM 16. APRIL 2014 ÜBER MARKTMISSBRAUCH (MARKTMISSBRAUCHSVERORDNUNG) UND GEM. ART. 37 DER DURCHFÜHRUNGSVERORDNUNG (EU) NR. 2017/565 (MIFID) II.**

Die First Berlin Equity Research GmbH (im Folgenden: „First Berlin“) erstellt Finanzanalysen unter Berücksichtigung der einschlägigen regulatorischen Vorgaben, insbesondere § 85 Abs. 1 S. 1 WpHG, Art. 20 Abs. 1 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und gem. Art. 37 der Durchführungsverordnung (EU) Nr. 2017/565 (MiFID) II. Mit den nachfolgenden Erläuterungen informiert First Berlin Anleger über die gesetzlichen Vorgaben, die bei der Erstellung von Finanzanalysen zu beachten sind.

### **INTERESSENKONFLIKTE**

Nach Art. 37 Abs. 1 der Durchführungsverordnung (EU) Nr. 2017/565 (MiFID) II und Art. 20 Abs. 1 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (MAR) müssen Wertpapierfirmen, die Finanzanalysen erstellen oder erstellen lassen, die im Anschluss unter den Kunden der Wertpapierfirma oder in der Öffentlichkeit verbreitet werden sollen oder aller Wahrscheinlichkeit nach verbreitet werden, sicherstellen, dass in Bezug auf die an der Erstellung dieser Analysen beteiligten Finanzanalysten sowie in Bezug auf andere relevante Personen, deren Aufgaben oder Geschäftsinteressen mit den Interessen der Personen, an die die Finanzanalysen weitergegeben werden, kollidieren könnten, alle in Art. 34 Abs. 2 Buchst. b) VO (EU) 2017/565 genannten Maßnahmen getroffen werden. Nach Art. 34 Abs. 3 VO (EU) 2017/565 müssen die gem. Abs. 2 Buchst. b) dieses Artikels zur Verhinderung oder Bewältigung von Interessenkonflikten festgelegten Maßnahmen und Verfahren, so ausgestaltet werden, dass die relevanten Personen, die mit den Tätigkeiten befasst sind, bei den Interessenkonflikten bestehen, diese Tätigkeiten mit dem Grad an Unabhängigkeit ausführen, der der Größe und dem Betätigungsfeld der Wertpapierfirma und der Gruppe, der die Wertpapierfirma angehört, sowie der Höhe des Risikos, dass die Interessen der Kunden geschädigt werden, angemessen ist.

Zusätzlich hat First Berlin gemäß Art. 5 der Delegierten Verordnung (EU) 2016/958 der Kommission in ihren Empfehlungen alle Beziehungen und Umstände offenzulegen, bei denen nach vernünftigem Ermessen damit gerechnet werden kann, dass sie die Objektivität der Finanzanalyse beeinträchtigen, einschließlich etwaiger Interessen oder Interessenkonflikte ihrerseits oder aufseiten aller natürlichen oder juristischen Personen, die im Rahmen eines Vertrags, einschließlich eines Arbeitsvertrags, oder anderweitig für sie tätig sind und die an der Erstellung von Finanzanalysen beteiligt waren, die ein Finanzinstrument oder den Emittenten betreffen, auf das oder den sich die Empfehlung direkt oder indirekt bezieht.

In Bezug auf die Finanzanalysen von clearwise AG bestehen die folgenden Beziehungen und Umstände, aufgrund derer vernünftigerweise erwartet werden kann, dass sie die Objektivität der Finanzanalysen beeinträchtigen könnten: Der Ersteller, First Berlin, oder ein mit First Berlin verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zur Erstellung einer Finanzanalyse getroffen, für die eine Vergütung geschuldet ist.

Darüber hinaus bietet First Berlin ein Dienstleistungsspektrum an, das über die Erstellung von Finanzanalysen hinausgeht. Obwohl First Berlin darum bemüht ist, Interessenkonflikte nach Möglichkeit zu vermeiden, kann First Berlin mit dem analysierten Unternehmen strukturell insbesondere folgende, einen potentiellen Interessenkonflikt begründende, Beziehungen haben:



- Der Ersteller, First Berlin, oder ein mit First Berlin verbundenes Unternehmen besitzt eine Netto-Long- oder Short-Position, die den Schwellenwert von 0,5 % des gesamten ausgegebenen Aktienkapitals des analysierten Unternehmens überschreitet;
- Der Ersteller, First Berlin, oder ein mit First Berlin verbundenes Unternehmen hält eine Beteiligung von mehr als 5% am Grundkapital des analysierten Unternehmens;
- Der Ersteller, First Berlin, oder ein mit First Berlin verbundenes Unternehmen hat innerhalb der letzten 12 Monate Investmentbanking- oder Beratungsleistungen für das analysierte Unternehmen erbracht, für die eine Vergütung zu entrichten war oder getätigt wurde;
- Der Ersteller, First Berlin, oder ein mit First Berlin verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zur Erstellung einer Finanzanalyse getroffen, für die eine Vergütung geschuldet ist;
- Der Ersteller, First Berlin, oder ein mit First Berlin verbundenes Unternehmen hat anderweitige bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen;

In Bezug auf die Finanzanalysen clearwise AG bestehen die folgenden der vorgenannten potenziellen Interessenkonflikte oder die in Artikel 6 Abs. 1 der Delegierten Verordnung (EU) 2016/958 der Kommission genannten potenziellen Interessenkonflikte: Der Ersteller, First Berlin, oder ein mit First Berlin verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zur Erstellung einer Finanzanalyse getroffen, für die eine Vergütung geschuldet ist.

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

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

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

**STICHTAGE VON KURSEN**

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

**ABSTIMMUNG MIT DEM ANALYSIERTEN UNTERNEHMEN UND EINFLUSSNAHME**

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

**ANLAGEBEWERTUNGSSYSTEM**

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

**ANLAGEEMPFEHLUNG**

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

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

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

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

**RISIKOBEWERTUNG**

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

### ANLAGEEMPFEHLUNG- & KURSZIELHISTORIE

Bericht Nr.:	Tag der Veröffentlichung	Schlusskurs Vortag	Anlageempfehlung	Kursziel/Bewertung
Initial Report	30. November 2012	€ 1,18	Buy	€ 1,50
2...26	↓	↓	↓	↓
27	2. September 2022	€ 2,96	Buy	€ 3,70
28	14. September 2022	€ 2,96	Buy	€ 3,70
29	18. Oktober 2022	€ 2,80	Buy	€ 3,70
30	24. November 2022	€ 2,42	Buy	€ 3,70
31	31. März 2023	€ 2,30	Buy	€ 3,70
32	13. April 2023	€ 2,28	Buy	€ 3,70
33	2. August 2023	€ 2,16	Buy	€ 3,70
34	14. September 2023	€ 2,14	Buy	€ 3,70
35	Heute	€ 2,12	Buy	€ 3,30

### ANLAGEHORIZONT

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

### AKTUALISIERUNG

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

### ÄNDERUNGSVORBEHALT

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

### Die gesetzlich erforderlichen Angaben über

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

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

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

### HAFTUNGSAUSSCHLUSS (DISCLAIMER)

#### ZUVERLÄSSIGKEIT VON INFORMATIONEN UND INFORMATIONQUELLEN

Die in dieser Studie enthaltenen Informationen basieren auf Quellen, die der Ersteller für zuverlässig hält. Eine umfassende Prüfung der Genauigkeit und Vollständigkeit von Informationen und der Zuverlässigkeit von Informationsquellen ist weder durch den Ersteller, noch durch First Berlin erfolgt. Für die Genauigkeit und Vollständigkeit von Informationen und die Zuverlässigkeit von Informationsquellen wird demzufolge keinerlei Gewähr übernommen, und weder der Ersteller, noch First Berlin, noch die für die Weitergabe oder die Verbreitung der Finanzanalyse verantwortliche Person, haften für direkte oder indirekte, unmittelbare oder mittelbare Schäden, die aus dem Vertrauen auf die Genauigkeit und Vollständigkeit von Informationen und die Zuverlässigkeit von Informationsquellen entstehen.

#### ZUVERLÄSSIGKEIT VON SCHÄTZUNGEN UND PROGNOSEN

Der Ersteller der Finanzanalyse hat Schätzungen und Prognosen nach bestem Wissen vorgenommen. Diese Schätzungen und Prognosen spiegeln die persönliche Meinung und Wertung des Erstellers wider. Prämissen für Schätzungen und Prognosen, sowie die Sichtweise des Erstellers auf solche Prämissen, unterliegen fortwährender Veränderung. Die jeweiligen Erwartungen über die zukünftige Wertentwicklung eines Finanzinstruments sind Ergebnis einer Momentaufnahme und können sich jederzeit ändern. Das Ergebnis einer Finanzanalyse beschreibt immer nur eine – die aus Sicht des Erstellers wahrscheinliche – zukünftige Entwicklung aus einer Vielzahl möglicher zukünftiger Entwicklungen.

Sämtliche Marktwerte oder Kursziele, die für das in dieser Finanzanalyse analysierte Unternehmen angegeben werden, können auf Grund verschiedener Risikofaktoren, einschließlich, aber nicht ausschließlich, Marktvolatilität, Branchenvolatilität, Maßnahmen des analysierten Unternehmens, Wirtschaftslage, Nichterfüllung von Ertrags- und/oder Umsatzprognosen, Nichtverfügbarkeit von vollständigen und genauen Informationen und/oder ein später eintretendes Ereignis, das sich auf die zugrunde liegenden Annahmen des Erstellers bzw. sonstiger Quellen, auf welche sich der Ersteller in diesem Dokument stützt, auswirkt, möglicherweise nicht erreicht werden. In der Vergangenheit erzielte Performance ist kein Indikator für zukünftige Wertentwicklungen; Vergangenheitswerte können nicht in die Zukunft fortgeschrieben werden.

Für die Genauigkeit von Schätzungen und Prognosen wird dementsprechend keinerlei Gewähr übernommen, und weder der Ersteller, noch First Berlin, noch die für die Weitergabe oder die Verbreitung der Finanzanalyse verantwortliche Person, haften für direkte oder indirekte, unmittelbare oder mittelbare Schäden, die aus dem Vertrauen auf die Richtigkeit von Schätzungen und Prognosen entstehen.

#### INFORMATIONSZWECKE, KEINE EMPFEHLUNG, AUFFORDERUNG, KEIN ANGEBOT ZUM KAUF VON WERTPAPIEREN

Die vorliegende Finanzanalyse dient Informationszwecken. Sie soll institutionelle Anleger unterstützen, eigene Investitionsentscheidungen zu treffen, jedoch dem Anleger in keiner Weise eine Anlageberatung zur Verfügung stellen. Weder der Ersteller, noch First Berlin, noch die für die Weitergabe oder die Verbreitung der Finanzanalyse verantwortliche Person, werden durch die Ausarbeitung dieser Finanzanalyse gegenüber einem Anleger als Anlageberater oder als Portfolioverwalter tätig. Jeder Anleger muss sich ein eigenes unabhängiges Urteil über die Geeignetheit einer Investition in Ansehung seiner eigenen Anlageziele, Erfahrungen, der Besteuerungssituation, Finanzlage und sonstiger Umstände bilden.

Die Finanzanalyse stellt keine Empfehlung oder Aufforderung und kein Angebot zum Kauf des in dieser Finanzanalyse genannten Wertpapiers dar. Weder der Ersteller, noch First Berlin, noch die für die Weitergabe oder die Verbreitung der Finanzanalyse verantwortliche Person, übernehmen demzufolge eine Haftung für Verluste, die sich direkt oder indirekt, unmittelbar oder mittelbar aus der wie auch immer gearteten Nutzung oder dem wie auch immer gearteten Gebrauch von Informationen oder Aussagen aus dieser Finanzanalyse ergeben.

Eine Entscheidung bezüglich einer Wertpapieranlage sollte auf der Grundlage unabhängiger Investmentanalysen und Verfahren sowie anderer Studien, einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf, Informationsmemoranden, Verkaufs- oder Emissionsprospekte erfolgen und nicht auf der Grundlage dieses Dokuments.

#### **KEIN ZUSTANDEKOMMEN VERTRAGLICHER SCHULDVERHÄLTNISSE**

Durch die Kenntnisnahme von dieser Finanzanalyse wird der Empfänger weder zum Kunden von First Berlin, noch entstehen First Berlin durch die Kenntnisnahme irgendwelche vertraglichen, quasi-vertraglichen oder vorvertraglichen Verpflichtungen und/oder Verantwortlichkeiten gegenüber dem Empfänger. Insbesondere kommt kein Auskunftsvertrag zwischen First Berlin und dem Empfänger dieser Informationen zustande.

#### **KEINE PFLICHT ZUR AKTUALISIERUNG**

First Berlin, den Ersteller und/oder die für die Weitergabe oder die Verbreitung der Finanzanalyse verantwortliche Person trifft keine Pflicht zur Aktualisierung der Finanzanalyse. Anleger müssen sich selbst über den laufenden Geschäftsgang und etwaige Veränderungen im laufenden Geschäftsgang des analysierten Unternehmens informieren.

#### **VERVIELFÄLTIGUNG**

Der Versand oder die Vervielfältigung dieses Dokuments ist ohne die vorherige schriftliche Zustimmung von First Berlin nicht gestattet.

#### **SALVATORISCHE KLAUSEL**

Sollte sich eine Bestimmung dieses Haftungsausschlusses unter dem jeweils anwendbaren Recht als rechtswidrig, unwirksam oder nicht durchsetzbar erweisen, ist die betreffende Bestimmung so zu behandeln, als wäre sie nicht Bestandteil dieses Haftungsausschlusses; in keinem Fall berührt sie die Rechtmäßigkeit, Wirksamkeit oder Durchsetzbarkeit der übrigen Bestimmungen.

#### **ANWENDBARES RECHT, GERICHTSSTAND**

Die Erstellung dieser Finanzanalyse unterliegt deutschem Recht. Der Gerichtsstand für etwaige Streitigkeiten ist Berlin (Deutschland).

#### **KENNTNISNAHME VOM HAFTUNGSAUSSCHLUSS**

Durch die Kenntnisnahme von dieser Finanzanalyse bestätigt der Empfänger die Verbindlichkeit der vorstehenden Ausführungen.

Indem der Empfänger dieses Dokument nutzt oder sich gleich in welcher Weise darauf verlässt, akzeptiert er die vorstehenden Beschränkungen als für ihn verbindlich.

#### **QUALIFIZIERTE INSTITUTIONELLE INVESTOREN**

Die Finanzanalysen von First Berlin sind ausschließlich für qualifizierte institutionelle Investoren bestimmt.

**Dieser Bericht ist nicht zur Verbreitung in den USA und/oder Kanada bestimmt.**