

# clearvise AG

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

Update

## BEWERTUNG

### KURSZIEL

Aufwärtspotenzial  
 Risikobewertung

## BUY

€ 3,20

61,2%  
 Low

## PORTFOLIO OPTIMIERT

clearvise hat ihre 0,8 MW-Biogasanlage verkauft und sich damit aus dem Biogasgeschäft zurückgezogen. Wir begrüßen diese Portfoliobereinigung, da der komplexe Biogasanlagenbetrieb inklusive Substratbeschaffung Ressourcen gebunden hat, die nunmehr für das Kerngeschäft, den Betrieb von Wind- und PV-Anlagen, frei werden. Außerdem stellt clearvise ihren größten Solarpark Klettwitz-Nord (90 MW) auf dynamische Einspeisung um, was eine zusätzliche Einspeisung von ca. 1.400 MWh p.a. ermöglicht. 2023 steigerte das Unternehmen die Stromproduktion um 8% J/J auf 534 GWh. Damit liegt clearvise genau in der Mitte der Guidance von 513 GWh - 555 GWh und über unserer Schätzung von 515 GWh. Wir berücksichtigen die Portfoliooptimierungen und das Stromproduktionsergebnis in unseren Schätzungen. Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt ein neues Kursziel von €3,20 (bisher: €3,30). Wir bekräftigen unsere Kaufempfehlung.

**Biogasanlage an Weltec verkauft** Mit Weltec hat clearvise einen im Biogasbereich sehr erfahrenen Käufer gefunden. Die Biogasanlage hat 2022 5,0 GWh Strom produziert und knapp €1,5 Mio. zum Umsatz beigetragen. 2023 betrug die Stromproduktion 4,9 GWh; damit dürfte der Umsatzbeitrag unter dem Vorjahreswert liegen. Da durch die Schließung des benachbarten Milchviehbetriebs die langfristigen Substratlieferverträge wegfielen, war ein wirtschaftlicher Weiterbetrieb der Anlage gefährdet. Zum Verkaufspreis hat clearvise keine Angaben gemacht.

**Zusätzliche Stromproduktion durch dynamische Einspeisung in Klettwitz-Nord** Die Umstellung der Parksteuerung auf dynamische Einspeisung ermöglicht bei gleicher Kapazität eine zusätzliche Einspeiseleistung von 1.400 MWh pro Jahr. Dies entspricht ca. 1,5% der durchschnittlichen Einspeiseleistung des Parks. Bei einer unterstellten Einspeisevergütung von ca. 51 €/MWh führt dies zu einem zusätzlichen Umsatzbeitrag von >€70.000, ohne dass dabei nennenswerte Kosten entstehen.

(b.w.)

## FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Umsatz (€ Mio.)	36,45	32,88	64,03	43,42	36,60	44,20
Jährliches Wachstum	10,2%	-9,8%	94,7%	-32,2%	-15,7%	20,8%
EBIT (€ Mio.)	9,13	2,91	25,31	11,99	3,44	5,79
EBIT-Marge	25,1%	8,8%	39,5%	27,6%	9,4%	13,1%
Jahresübers. (€ Mio.)	2,37	-3,28	11,62	3,87	-3,85	-3,67
EPS (verwässert) (€)	0,05	-0,06	0,18	0,05	-0,05	-0,04
DPS (€)	0,02	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF (€ Mio.)	25,64	2,68	20,40	71,19	-50,55	-129,84
Nettoverschuldungsgrad	314,4%	247,9%	117,7%	53,3%	108,6%	137,7%
Liquide Mittel (€ Mio.)	17,32	23,20	77,67	80,59	62,25	58,30

## 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: 20. Feb 2024

Schlusskurs	€ 1,99
Aktien im Umlauf	75,36 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 149,58 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 1,86 / 2,46
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	18.407

Multiples	2022	2023E	2024E
KGV	11,3	38,7	n.a.
EV/Sales	4,3	6,3	7,5
EV/EBIT	10,8	22,8	79,3
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%



**Sehr gute Windbedingungen in Q4 führen zu Jahresstromproduktion von 534 GWh im Jahr 2023** clearvise steigerte die Stromproduktion 2023 um 8% J/J auf 533,6 GWh (vgl. Abbildung 1). Damit erreicht das Unternehmen genau die Mitte der für das Jahr gegebenen Guidance von 513 GWh bis 555 GWh. Die Stromproduktion liegt damit 4% über unserer Schätzung. Dies ist auf die sehr guten Windbedingungen in Q4 zurückzuführen. Obwohl die Stromproduktion der verkauften finnischen Windparks (29,7 MW) nur noch bis Mitte Oktober 2023 Berücksichtigung findet und daher lediglich 3,8 GWh betrug, lag die Windstromproduktion in Q4 mit 114,5 GWh nur knapp 3% unter dem Vorjahreswert.

**Abbildung 1: Stromproduktion 2023 versus Vorjahr und FBe**

Stromproduktion in GWh	2023	2022	Delta	FBe 2023	Delta
Wind	403,4	375,9	7%	382,1	6%
Solar	125,3	112,4	11%	127,8	-2%
Biogas	4,9	5,0	-1%	5,3	-7%
<b>Summe</b>	<b>533,6</b>	<b>493,3</b>	<b>8%</b>	<b>515,1</b>	<b>4%</b>

Quelle: First Berlin Equity Research, clearvise AG

**Französischer Solarpark Chassiecq (36,4 MWp) erreicht nächsten Meilenstein** Nach dem Baubeginn des Umspannwerks Anfang November 2023 wurde nun der EPC-Vertrag unterzeichnet. Die Sireos SAS wurde beauftragt, unverzüglich mit den Tiefbauarbeiten zu beginnen. Wir rechnen mit einer Fertigstellung des PV-Parks in Q3/24.

**Schätzungen für 2023 erhöht** Wir haben unsere Schätzungen für 2023 überarbeitet und an die höher als erwartete Stromproduktion angepasst (vgl. Abbildung 2). Wir erwarten nunmehr einen Umsatz von €43,4 Mio. und ein bereinigtes EBITDA (AEBITDA) von €27,4 Mio. aufgrund der außerordentlichen Erträge aus dem Verkauf der finnischen Windparks schätzen wir das EBITDA auf €35,1 Mio.

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

Zahlen in € Mio.	unterer Rand	oberer Rand	Mittelwert	FBe (neu)	FBe (alt)
Stromproduktion (GWh)	513	555	534,0	533,6	515,1
Umsatz	42	45	43,5	43,4	42,6
AEBITDA	26	29	27,5	27,4	27,1
AEBITDA-Marge (in %)	62%	64%	63,2%	63,2%	63,6%

Quelle: First Berlin Equity Research, clearvise AG

**Schätzungen für 2024 und 2025 angepasst** Für 2024 prognostizieren wir nunmehr eine Stromproduktion von 473 GWh. Der Rückgang um 11% J/J erklärt sich hauptsächlich aus einer geringeren Windstromproduktion nach dem Verkauf der finnischen Windparks. Wir unterstellen, dass die Biogasanlage durch den Verkauf nur noch im Januar 2024 einen Beitrag zum Umsatz geleistet hat. Die Erweiterung des PV-Anlagenportfolios um 89 MW (FBe) und eine erwartete höhere Sonneneinstrahlung als im Vorjahr führen zu unserer Prognose einer Solarstromproduktion von 152 GWh (vgl. Abbildung 3).

**Abbildung 3: Schätzung der Stromproduktion im Jahr 2024**

Stromproduktion in MWh	2023A	2024E	Delta
Wind	403,4	320,6	-21%
Solar	125,3	151,8	21%
Biogas	4,9	0,4	-92%
<b>Summe</b>	<b>533,6</b>	<b>472,8</b>	<b>-11%</b>

Quelle: First Berlin Equity Research, clearvise AG



Unsere Umsatzschätzung für 2024 von €36,7 Mio. (vgl. Abbildung 4) basiert auf der Annahme eines durchschnittlichen Stromverkaufspreises von ca. 78 €/MWh.

#### Abbildung 4: Änderung der Schätzungen

Alle Zahlen in € Mio.	2023E			2024E			2025E		
	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta
Umsatz	42,6	43,4	2%	38,5	36,7	-5%	45,3	44,2	-2%
EBITDA	34,8	35,1	1%	25,3	24,0	-5%	30,5	29,6	-3%
Marge	81,8%	81,0%		65,8%	65,4%		67,3%	66,9%	
Jahresüberschuss	3,7	3,9	6%	-2,4	-3,8	-	-2,8	-3,7	-
Marge	8,6%	8,9%		-6,3%	-10,3%		-6,2%	-8,3%	
EPS (verwässert) in €	0,05	0,05	6%	-0,03	-0,05	-	-0,03	-0,04	-

Quelle: First Berlin Equity Research

**Weiterhin Kaufen bei leicht gesenktem Kursziel von €3,20** Ein aktualisiertes DCF-Modell, das die angepassten Schätzungen berücksichtigt, ergibt ein neues Kursziel von €3,20 (bisher: €3,30). Wir sehen ab 2025 gute Wachstumschancen für clearvise durch den Ausbau des Grünstromportfolios. Diese Wachstumschancen sehen wir auf der Basis der gegenwärtigen Marktbewertung des Unternehmens nicht ausreichend berücksichtigt. Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung.



## BEWERTUNGSMODELL

DCF Bewertungsmodell*								
Alle Angaben in tsd. EUR	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
<b>Nettoumsatz</b>	<b>43.419</b>	<b>36.676</b>	<b>44.204</b>	<b>60.306</b>	<b>72.367</b>	<b>77.544</b>	<b>82.648</b>	<b>87.614</b>
<b>NOPLAT</b>	<b>9.520</b>	<b>1.699</b>	<b>3.987</b>	<b>11.314</b>	<b>12.783</b>	<b>16.272</b>	<b>18.980</b>	<b>21.415</b>
+ Abschreibungen	23.155	20.471	23.769	28.276	35.415	35.841	36.241	36.640
= Operativer Cashflow (netto)	32.675	22.170	27.756	39.590	48.197	52.113	55.221	58.056
- Gesamte Investitionen (Capex und WC)	38.511	-72.674	-157.591	-207.372	-43.522	-43.004	-43.327	-43.271
Capex	40.156	-73.870	-157.075	-206.269	-42.696	-42.649	-42.977	-42.931
Working Capital	-1.645	1.196	-516	-1.103	-826	-355	-350	-340
= Freier Cashflow (FCF)	71.186	-50.504	-129.835	-167.782	4.675	9.109	11.895	14.784
<b>GW der FCFs</b>	<b>0</b>	<b>-48.628</b>	<b>-119.724</b>	<b>-148.169</b>	<b>3.954</b>	<b>7.377</b>	<b>9.225</b>	<b>10.982</b>

in Tsd EUR			
GWs der FCFs explizite Periode (2023E-2037E)	-183.538		
GWs der FCFs in der Terminalperiode	522.201		
Unternehmenswert (EV)	338.663		
+ Nettokasse / - Nettoverbindl. (pro forma)	11.721		
+ Investitionen / Anteile Dritter	0		
Shareholder Value	350.384		
Verwässerte Aktienzahl (tsd)	109.200		
<b>Fairer Wert je Aktie (in €)</b>	<b>3,21</b>		
		Terminales Wachstum	2,0%
		Terminale EBIT-Marge	38,6%

WACC		Umsatzwachstum in der Terminalperiode							
		1,25%	1,50%	1,75%	2,00%	2,25%	2,50%	2,75%	
Eigenkapitalkosten	7,2%	3,67%	4,51	4,93	5,45	6,13	7,05	8,36	10,39
Fremdkapitalkosten (vor Steuern)	4,0%	3,92%	3,75	4,06	4,43	4,90	5,51	6,34	7,51
Normaler Steuersatz	27,0%	4,17%	3,13	3,35	3,62	3,95	4,37	4,92	5,66
Fremdkapitalkosten (nach Steuern)	2,9%	4,42%	2,60	2,77	2,97	3,21	3,50	3,88	4,36
EK- Anteil	35,0%	4,67%	2,16	2,28	2,43	2,61	2,82	3,08	3,41
FK- Anteil	65,0%	4,92%	1,78	1,87	1,98	2,11	2,26	2,45	2,68
<b>Kursziel (in €)</b>	<b>3,20</b>	<b>5,17%</b>	1,45	1,52	1,60	1,69	1,81	1,94	2,10

\* 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>43.419</b>	<b>36.676</b>	<b>44.204</b>
Herstellungskosten	-398	-354	-283	-303	-26	0
<b>Bruttogewinn</b>	<b>36.050</b>	<b>32.527</b>	<b>63.749</b>	<b>43.116</b>	<b>36.649</b>	<b>44.204</b>
Personalkosten	-304	-656	-1.229	-1.630	-1.860	-2.050
Sonstige betriebliche Erträge	936	218	509	8.338	550	663
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-9.003	-10.253	-15.152	-14.676	-11.369	-13.261
<b>EBITDA</b>	<b>27.679</b>	<b>21.836</b>	<b>47.877</b>	<b>35.149</b>	<b>23.970</b>	<b>29.556</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>11.994</b>	<b>3.499</b>	<b>5.787</b>
Nettofinanzergebnis	-5.134	-4.717	-6.624	-5.652	-5.491	-7.660
<b>EBT</b>	<b>3.997</b>	<b>-1.812</b>	<b>18.689</b>	<b>6.342</b>	<b>-1.992</b>	<b>-1.872</b>
Steuern (inkl. sonstiger Steuern)	-1.631	-1.466	-7.070	-2.473	-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>3.869</b>	<b>-3.792</b>	<b>-3.672</b>
<b>EPS (verwässert)</b>	<b>0,05</b>	<b>-0,06</b>	<b>0,18</b>	<b>0,05</b>	<b>-0,05</b>	<b>-0,04</b>

### Kennzahlen

Bruttomarge	98,9%	98,9%	99,6%	99,3%	99,9%	100,0%
EBITDA-Marge	75,9%	66,4%	74,8%	81,0%	65,4%	66,9%
EBIT-Marge	25,1%	8,8%	39,5%	27,6%	9,5%	13,1%
Nettomarge	6,5%	-10,0%	18,1%	8,9%	-10,3%	-8,3%
Steuersatz	40,8%	-80,9%	37,8%	39,0%	-90,4%	-96,1%

### Ausgaben in % vom Umsatz

Personalkosten	0,8%	2,0%	1,9%	3,8%	5,1%	4,6%
Abschreibungen & Amortisation	50,9%	57,6%	35,2%	53,3%	55,8%	53,8%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	24,7%	31,2%	23,7%	33,8%	31,0%	30,0%

### Jährliches Wachstum

Gesamtumsatz	10,2%	-9,8%	94,7%	-32,2%	-15,5%	20,5%
EBITDA	6,3%	-21,1%	119,3%	-26,6%	-31,8%	23,3%
Operatives Ergebnis	34,7%	-68,2%	771,3%	-52,6%	-70,8%	65,4%
Nettogewinn/ -verlust	n.m.	n.m.	n.m.	-66,7%	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>93.280</b>	<b>73.821</b>	<b>70.907</b>
Liquide Mittel	17.319	23.198	77.665	80.586	62.300	58.355
Kurzfristige Investitionen	0	0	0	0	0	0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	5.310	5.849	6.933	5.948	5.024	6.055
Vorräte	204	292	232	249	0	0
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>296.912</b>	<b>330.852</b>	<b>461.245</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>65.857</b>	<b>60.255</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	2.512	3.028
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>108.802</b>	<b>105.010</b>	<b>148.460</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	-12.291	-16.083	-19.756
<b>Passiva</b>	<b>187.909</b>	<b>230.913</b>	<b>358.272</b>	<b>296.912</b>	<b>330.852</b>	<b>461.245</b>
<b>Kennzahlen</b>						
Current ratio (x)	1,02	1,10	1,16	1,72	1,12	1,18
Quick ratio (x)	1,01	1,09	1,16	1,71	1,12	1,18
Nettoverbindlichkeiten	121.846	139.324	123.502	57.968	113.963	204.335
Nettoverschuldungsgrad	314,4%	247,9%	117,7%	53,3%	108,5%	137,6%
Eigenkapitalquote	20,6%	24,3%	29,3%	36,6%	31,7%	32,2%
Finanzverb. inkl. Mezzanine / EBITDA	5,2	7,7	4,2	3,9	7,4	8,9
Buchwert je Aktie (in €)	0,79	1,04	1,58	1,44	1,39	1,77
Return on Equity (ROE)	6,1%	-5,8%	11,1%	3,6%	-3,6%	-2,5%
Return on Investment (ROI)	1,3%	-1,4%	3,2%	1,3%	-1,1%	-0,8%
Return on Assets (ROA)	4,0%	0,6%	5,1%	3,2%	0,5%	0,9%
Return on Capital employed (ROCE)	5,2%	1,6%	11,8%	6,1%	1,8%	2,0%



## 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>11.994</b>	<b>3.499</b>	<b>5.787</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>35.149</b>	<b>23.970</b>	<b>29.556</b>
Veränderungen Working Capital	-582	-2.420	762	-1.645	1.196	-516
Sonstiges (Rückstellungen, etc.)	-1.194	-917	-403	-2.473	-1.800	-1.800
<b>Operativer Cashflow</b>	<b>25.903</b>	<b>18.499</b>	<b>48.236</b>	<b>31.030</b>	<b>23.366</b>	<b>27.240</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>71.186</b>	<b>-50.504</b>	<b>-129.835</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	32.218	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>32.218</b>	<b>125.889</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>2.921</b>	<b>-18.286</b>	<b>-3.945</b>
Cash am Anfang der Periode	14.678	17.319	23.198	77.665	80.586	62.300
<b>Cash zum Ende der Periode</b>	<b>17.319</b>	<b>23.198</b>	<b>77.666</b>	<b>80.586</b>	<b>62.300</b>	<b>58.355</b>
<b>EBITDA je Aktie (in €)</b>	<b>0,56</b>	<b>0,40</b>	<b>0,72</b>	<b>0,47</b>	<b>0,32</b>	<b>0,35</b>
<b>Operativer Cashflow je Aktie</b>	<b>0,53</b>	<b>0,34</b>	<b>0,73</b>	<b>0,41</b>	<b>0,31</b>	<b>0,32</b>
<b>Jährliches Wachstum</b>						
Operativer Cashflow	12,9%	-28,6%	160,7%	-35,7%	-24,7%	16,6%
Freier Cashflow	12,3%	-89,6%	662,2%	248,9%	n.m.	n.m.
EBITDA je Aktie	6,3%	-28,5%	78,6%	-35,3%	-31,8%	10,7%

## 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 21. Februar 2024 um 11:15 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...27	↓	↓	↓	↓
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	10. Januar 2024	€ 2,12	Buy	€ 3,30
36	Heute	€ 1,99	Buy	€ 3,20

### ANLAGEHORIZONT

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

### AKTUALISIERUNG

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

### ÄNDERUNGSVORBEHALT

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

### Die gesetzlich erforderlichen Angaben über

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

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

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

### HAFTUNGSAUSSCHLUSS (DISCLAIMER)

#### ZUVERLÄSSIGKEIT VON INFORMATIONEN UND INFORMATIONQUELLEN

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

#### ZUVERLÄSSIGKEIT VON SCHÄTZUNGEN UND PROGNOSEN

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

#### **VERVIELFÄLTIGUNG**

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

#### **SALVATORISCHE KLAUSEL**

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

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

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

#### **KENNTNISNAHME VOM HAFTUNGSAUSSCHLUSS**

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

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

#### **QUALIFIZIERTE INSTITUTIONELLE INVESTOREN**

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

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