

# clearvise AG

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

Update

## BEWERTUNG

### KURSZIEL

Aufwärtspotenzial  
 Risikobewertung

## BUY

€ 3,10

56,2%  
 Low

## EIN ZWEITER BLICK LOHNT!

Seit Mitte Juni tendiert die clearvise-Aktie schwächer, und die Gewinnwarnung des Wettbewerbers 7C Solarparks am 1. Juli setzte die Aktie zeitweise zusätzlich kräftig unter Druck. Niedrige Strompreise, immer noch recht hohe Zinsen, gestiegene Kosten (Inflation, Rohstoffe) und harter Wettbewerb um Grünstromassets belasten nicht nur die clearvise-Aktie, sondern auch andere Independent Power Producers (IPP). Rechtfertigen die Belastungsfaktoren den niedrigeren Kurs oder lohnt ein zweiter Blick? Wir halten clearvise gegenwärtig für attraktiv bewertet, da der Markt die sich für clearvise auftuenden Chancen kaum würdigt. Im Gegensatz zu 7C Solarparks, einem reinen PV-Stromproduzenten, hat clearvise ein stärker von Windkraft (FBe 2024: ca. 2/3 der Stromproduktion) als von PV geprägtes Portfolio. Niedrige Börsenstrompreise sind für clearvise kaum relevant, da ihre Grünstromassets entweder eine feste EEG-Vergütung erhalten oder langfristig gesicherte Preise über Power Purchase Agreements (PPA). Zuletzt wurden mehrere börsennotierte IPPs übernommen und dafür strategische Prämien deutlich über dem Aktienkurs gezahlt. clearvise hat mit EQT einen Ankeraktionär, der inzwischen mehr als 25% an clearvise hält und die Möglichkeit hätte, clearvise zu übernehmen. Das schnelle Wachstum von KI-Anwendungen wird den Stromverbrauch stark erhöhen und könnte zu Überraschungen bei der Strompreisentwicklung führen. Deutlich höhere Strompreise wie zuletzt in der Energiekrise 2022/23 könnten wieder zum Katalysator der Aktienkurse von Grünstromproduzenten werden. Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung und das Kursziel von €3,10.

**Gewinnwarnung von 7C Solarparks** Am 1. Juli veröffentlichte 7C Solarparks eine Gewinnwarnung, die auch die Kurse von Peer-Unternehmen (clearvise, Energiekontor, PNE) unter Druck setzte. Im 1. Halbjahr 2024 lag die Stromproduktion von 7C aufgrund schwacher Sonneneinstrahlung etwa 15% unter dem Normalniveau. Auch bei clearvise könnte eine schwächere Sonneneinstrahlung auf den Umsatz drücken, aber im laufenden... (b.w.)

## FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Umsatz (€ Mio.)	32,9	65,2	44,8	37,9	43,9	56,5
Jährliches Wachstum	-9,8%	98,2%	-31,2%	-15,4%	15,7%	28,6%
EBIT (€ Mio.)	2,9	30,4	13,5	5,3	7,2	12,1
EBIT-Marge	8,8%	46,7%	30,1%	14,0%	16,5%	21,5%
Jahresübers. (€ Mio.)	-3,3	21,3	5,0	-4,1	-3,5	-1,3
EPS (verwässert) (€)	-0,06	0,34	0,07	-0,05	-0,04	-0,01
DPS (€)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF (€ Mio.)	2,7	21,9	14,8	-36,7	-68,0	-83,0
Nettoverschuldungsgrad	167,3%	112,9%	79,4%	110,1%	134,7%	148,7%
Liquide Mittel (€ Mio.)	23,2	77,7	48,0	24,3	22,7	41,3

## RISIKEN

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

## UNTERNEHMENSPROFIL

Die clearvise AG ist Eigentümerin und Betreiberin eines europäischen Portfolios von Wind- und Solaranlagen. Das Unternehmen ist in Deutschland, Irland, Frankreich und Italien aktiv. Ende Juni 2024 hatte das Portfolio eine Kapazität von ca. 316 MW. Unternehmenssitz ist Wiesbaden in Hessen.

## HANDELSDATEN

Stand: 17. Jul 2024

Schlusskurs	€ 1,99
Aktien im Umlauf	75,36 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 149,58 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 1,86 / 2,33
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	19.228

Multiples	2023	2024E	2025E
KGV	30,2	n.a.	n.a.
EV/Sales	6,2	7,3	6,3
EV/EBIT	20,6	52,3	38,3
Div.-Rendite	0,0%	0,0%	0,0%

## KURSÜBERSICHT



## UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 31. Dez 2023

Liquide Mittel	€ 47,99 Mio.
Kurzfristige Vermögenswerte	€ 61,50 Mio.
Immaterielle Vermögenswerte	€ 0,00 Mio.
Bilanzsumme	€ 363,09 Mio.
Kurzfristige Verbindlichkeiten	€ 40,22 Mio.
Eigenkapital	€ 159,11 Mio.

## AKTIONÄRSSTRUKTUR

Tion Renewables AG	25,1%
Union Invest Privatfonds GmbH	6,1%
Paladin Asset Management InvAG	5,0%
Free Float	63,8%



...Jahr erzeugt clearvise nach unseren Schätzungen ca. 2/3 ihrer Stromproduktion mit Windkraft und die Windbedingungen waren allgemein im ersten Halbjahr ähnlich wie im Vorjahr. Auf der Hauptversammlung gab clearvise bekannt, dass sie nach vorläufiger Schätzung im ersten Halbjahr 234 GWh Strom produziert hat. Teilt man die Jahresguidance (440 - 460 GWh) auf die Halbjahre auf (220 - 230 GWh pro Halbjahr), so liegt H1/24 leicht über dem oberen Rand der für das Halbjahr erwartbaren Stromproduktion. Daher halten wir eine Gewinnwarnung für ausgeschlossen.

**Übernahmen von Grünstromproduzenten** Am 24. April 2024 unterbreitete ein von KKR geführtes Konsortium ein Übernahmeangebot für den größten gelisteten deutschen IPP, die Encavis AG. Der Angebotspreis lag bei €17,50, was einer Prämie von 54% auf den Schlusskurs von €11,35 je Aktie am 5. März 2024 entspricht, dem letzten Börsenschlusskurs vor der Ad-hoc-Mitteilung von Encavis, die Gespräche über eine mögliche Transaktion mit KKR bestätigte. Die Prämie von auf den unbeeinflussten volumengewichteten 3-Monats-Durchschnittskurs betrug 33%.

Am 30. Mai gab Brookfield ein Übernahmeangebot für 53% von Neoen ab, einem großen französischen IPP (8,4 GW in Betrieb oder im Bau). Der Angebotspreis belief sich auf €39,85, was einer Prämie von 27% auf den Schlusskurs und von 40% auf den volumengewichteten Dreimonatsdurchschnittspreis vor der Bekanntgabe des Angebots entspricht.

In beiden Fällen haben die strategischen Investoren ihre Übernahmeangebote zu Zeitpunkten veröffentlicht, zu denen die Kurse der Übernahmekandidaten deutlich unter ihren Höchstkursen lagen. Der Encavis-Kurs war seit dem Hoch am 25. August 2022 von €24,41 bis zum 5. März 2024 um 54% gefallen. Der Neoen-Kurs hat seit seinem Höchststand von €59,12 am 1. Juli 2021 bis zum 30. Mai 2024 ca. 47% eingebüßt. Zum Vergleich: Die clearvise-Aktie hat seit ihrem Höchststand am 25. August 2022 (€2,99) ca. 1/3 ihres Wertes verloren.

**Ankeraktionär EQT besitzt jetzt mehr als 25% der clearvise-Aktien** Die EQT-Tochter Tion Renewables AG hat clearvise Ende Juni mitgeteilt, dass sie mehr als 25% aller clearvise-Aktien besitzt. Unter der Annahme einer Hauptversammlungspräsenz in der Größenordnung der clearvise-Hauptversammlung von 2023 von ca. 46% würde Tion dadurch in Zukunft über eine Stimmrechtsmehrheit in der Hauptversammlung verfügen. Die Präsenz bei der HV im laufenden Jahr lag bei 50,2%. Wir schließen nicht aus, dass EQT ein Interesse hat, clearvise komplett zu übernehmen. EQT ist ein global agierender Investor mit einem Fokus auf Nachhaltigkeit. Das Unternehmen managt nach eigenen Angaben Assets im Wert von ca. €119 Mrd. (AuM), die auf 48 aktive Fonds und zwei Geschäftssegmente (Private Capital und Real Assets) verteilt sind.

**Hauptversammlung wählt EQT-Kandidaten in den Aufsichtsrat** Am 12. Juli 2024 wählte die clearvise-HV Gebhard Littich, Managing Director im Investmentteam von EQT Partners GmbH, in den Aufsichtsrat. Damit ist der Großaktionär EQT nunmehr direkt mit einem Aufsichtsratsmitglied vertreten.

**Portfolio um großen deutschen PV-Park erweitert** Im Mai hat clearvise den Solarpark Wolfsgarten von der ALTUS renewables GmbH erworben und damit ihr operatives Erzeugungsportfolio auf 316 MW ausgebaut. Der 42,7 MWp Solarpark wurde vom clearvise-Kooperationspartner ALTUS geplant, gebaut und Ende April 2024 in Betrieb genommen. Der erzeugte Strom wird über ein PPA vermarktet. Mit dem Erwerb kommt clearvise ihrem Ziel einer ausgewogenen Stromproduktion, hälftig aus Wind- und Sonnenenergie, ein gutes Stück näher.



**clearvise realisiert zwei weitere Solarparks in Italien** Im April berichtete clearvise, dass sie die Projektrechte an einem PV-Park auf Sardinien mit einer Kapazität von 16,1 MWp erworben hat. Jetzt folgen zwei weitere Solarparks mit einer geplanten Gesamtkapazität von 14,2 MWp rund 15 km südlich von Rom in der Region Latium. clearvise erwartet den Baustart für den 7,6 MWp-Solarpark im ersten Quartal 2025 und die Inbetriebnahme rund vier Monate später. Bei dem zweiten Projekt mit einer geplanten Kapazität von 6,6 MWp soll der Bau rund drei Monate später starten. Auch hier ist eine Bauzeit von etwa vier Monaten geplant.

**clearvise präsentiert überzeugende Unternehmensstrategie auf der HV** Auf der Hauptversammlung hat der Vorstand seine Unternehmensstrategie überzeugend dargestellt. Diese fußt auf einer soliden Basis. Gegenwärtig sind Wind- und PV-Anlagen mit einer Gesamtkapazität von 316 MW operativ tätig, 36 MW im Bau und 30 MW in der Genehmigung. Das Hauptgewicht des Portfolioausbaus liegt gegenwärtig auf der Photovoltaik, um dem Ziel einer ausgewogenen Produktion von Wind- und Solarstrom (50:50) näher zu kommen (2023: ca. 3/4 Windstromproduktion). clearvise will weiter profitabel wachsen und verfolgt daher kein Wachstum um jeden Preis. Der hohe Wettbewerb um baureife und schlüsselfertige Grünstromassets führt zu geringeren Projektrenditen, daher steht bei clearvises Wachstumsstrategie die Säule clearPARTNERS im Vordergrund. clearPARTNERS setzt auf frühzeitige Kooperationen mit Projektentwicklern noch in der Entwicklungsphase der Projekte. Durch den frühen Einstieg in die Projekte trägt clearvise das Projektentwicklungsrisiko teilweise mit und kann so höhere Projektrenditen erzielen. clearvise hat eine umfangreiche Projektpipeline mit einem Volumen von 450 MW aufgebaut, davon haben 322 MW bereits Exklusivität.

In einem sich schnell wandelnden Strommarkt, in dem Grünstromassets immer stärker den Marktkräften ausgesetzt sind, verfolgt clearvise die Strategie, Projekte und Stromvermarktung zu bündeln und den Strom mittels Corporate PPAs an industrielle Abnehmer zu verkaufen. In solchen Corporate PPAs lassen sich höhere Strompreise durchsetzen als in klassischen PPAs mit Versorgern. Das im März 2024 abgeschlossene Corporate PPA mit dem französischen Ableger der japanischen Tokai COBEX Gruppe für den französischen PV-Park Chassiecq ist ein prominentes Beispiel für diese Strategie. Der Solarpark (36 MW) soll Ende 2024 ans Netz gehen und wird voraussichtlich mehr als 47 GWh p.a. produzieren.

Bei der Bündelung der Projekte und der Stromvermarktung kommt clearvise zugute, dass sie früh auf Digitalisierung und Künstliche Intelligenz (KI) gesetzt hat. Schon heute hilft KI bei der Projektbündelung. Wie erfolgreich clearvise damit ist, zeigt sich in der Tatsache, dass Microsoft das Unternehmen als Pilotmodell für den Einsatz von KI im Assetmanagement nutzt.

**Künstliche Intelligenz (KI) steigert die Stromnachfrage massiv** Der Internetkonzern und Rechenzentrumsbetreiber Google gab in seinem jüngsten Umweltbericht an, dass seine CO<sub>2</sub>-Emissionen im Jahresvergleich um 13% auf 14,3 Mio. Tonnen gestiegen sind. Im Vergleich zu 2019 betrug der Anstieg sogar 48%. Der Stromverbrauch von Googles Datenzentren stieg 2023 um 17% J/J. Der Konzern sieht es als Herausforderung an, die Emissionen zu reduzieren, während die Rechenintensität zunimmt und die Investitionen in die technische Infrastruktur erhöht werden, um den KI-Umstieg zu unterstützen. Auch Microsoft hatte im letzten Umweltbericht mitgeteilt, dass die CO<sub>2</sub>-Emissionen im vergangenen Jahr 29% über dem Wert von 2020 lagen und führt dies ebenfalls auf steigende Investitionen in Infrastruktur für Rechenleistung zurück.

Der Internationalen Energieagentur IEA zufolge wächst die Nachfrage nach digitalen Diensten rasant. Im Zeitraum 2010 - 2022 hat sich die Zahl der Internetnutzer weltweit mehr als verdoppelt, während der globale Internetverkehr um das 25-fache gestiegen ist. Die Energienachfrage von Rechenzentren und Datenübertragungsnetzen zusammen macht inzwischen ca. 2% - 3% des weltweiten Stromverbrauchs aus. Die IEA beziffert den

weltweiten Stromverbrauch von Rechenzentren für 2022 auf 240-340 TWh, was etwa 1% - 1,3% des weltweiten Endverbrauchs für Strom entspricht. Darin nicht enthalten ist der Energieverbrauch für das Mining von Kryptowährungen, der für 2022 auf rund 110 TWh geschätzt wird, was 0,4% des jährlichen weltweiten Strombedarfs entspricht (vgl. Abbildung 1).

**Abbildung 1: Globale Trends von Digital- und Energieindikatoren, 2015 -2022**

	2015	2022	Delta
Internetnutzer (Mrd.)	3	5,3	78%
Internetverkehr (ZB)	0,6	4,4	600%
Datencenter Workloads (Mio.)	180	800	340%
Datencenter Energieverbrauch in TWh (ohne Krypto)	200	240-340	+20-70%
Kryptomining Energieverbrauch (TWh)	4	100-150	+2300-3500%
Datenübertragungsnetze Energieverbrauch (TWh)	220	260-360	+18-64%

Quelle: First Berlin Equity Research, IEA, <https://www.iea.org/energy-system/buildings/data-centres-and-data-transmission-networks>

In ihrem Bericht „Electricity 2024“ geht die IEA in ihrem Basisszenario davon aus, dass die weltweite Stromnachfrage durch KI, Rechenzentren und Kryptowährungen auf 800 TWh im Jahr 2026 ansteigen wird, was einem Anstieg von fast 75% gegenüber 460 TWh im Jahr 2022 entspricht. Das IEA High Case-Szenario sieht sogar eine Verdopplung der Nachfrage auf 1.050 TWh vor (Low Case-Szenario: 620 TWh). Dies entspricht einer zusätzlichen Stromnachfrage von 160 TWh bis 590 TWh im Jahr 2026 im Vergleich zu 2022, was in etwa dem Stromverbrauch von mindestens einem Schweden oder höchstens einem Deutschland entspricht.

Einige kleinere Länder mit expandierenden Märkten für Rechenzentren verzeichnen ein rasantes Wachstum der Stromnachfrage. So hat sich der Stromverbrauch von Rechenzentren in Irland seit 2015 mehr als verdreifacht und machte 2022 ca. 18% des gesamten Stromverbrauchs aus. Bis 2031 könnten Rechenzentren und andere nicht-industrielle Großverbraucher 28% des nationalen Stromverbrauchs ausmachen, sofern die Erzeugungskapazität nicht erhöht wird. In Dänemark wird der Energieverbrauch von Rechenzentren bis 2030 voraussichtlich um das Sechsfache ansteigen und fast 15% des Stromverbrauchs des Landes ausmachen.

In dem in der Zeitschrift „Joule“ veröffentlichten Artikel „The growing energy footprint of artificial intelligence“ vom 10. Oktober 2023 geht Alex de Vries davon aus, dass der KI-Sektor bis 2027 zwischen 85 und 134 TWh pro Jahr verbrauchen könnte. Das entspricht etwa dem jährlichen Energiebedarf von de Vries' Heimatland, den Niederlanden bzw. ca. 0,5% des weltweiten Stromverbrauchs.

Zwar ist der tatsächliche Stromverbrauch von KI bisher nur schwer zu schätzen und von vielen Parametern abhängig. Klar ist aber schon heute, dass der Stromverbrauch sehr hoch ist und mit der schnell steigenden Durchdringung ökonomischer Prozesse durch KI stürmisch wachsen wird. Dies wird Auswirkungen auf den Strommarkt und den Strompreis haben.

**Schätzungen bestätigt** Nach den sehr guten vorläufigen Produktionszahlen für das erste Halbjahr (234 GWh) bestätigen wir unsere Jahresprognose von 474 GWh und damit unsere Umsatzschätzung von €37,9 Mio. (vgl. Abbildung 2 auf der nächsten Seite). Unsere Umsatzprognose für 2024 liegt über dem oberen Guidancerand, da wir im Gegensatz zum Unternehmen auch den Beitrag der getätigten und erwarteten Zukäufe einbeziehen.



## Abbildung 2: Guidance und FBe

Zahlen in € Mio.	unterer Rand	oberer Rand	Mittelwert	FBe
Stromproduktion (GWh)	440	460	450	474
Umsatz	35,5	37,0	36,3	37,9
AEBITDA	21,8	23,1	22,5	23,4
AEBITDA-Marge (in %)	61,4%	62,4%	61,9%	61,6%
EBT	./.	./.	-3,2	-2,3

Quelle: First Berlin Equity Research, clearvise AG

**Weiterhin Kaufen bei unverändertem Kursziel** Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt weiterhin ein Kursziel von €3,10. Angesichts des soliden Geschäftsmodells von clearvise, der klaren Konzentration des Managements auf Wachstum mit nachhaltig profitablen Wind- und PV-Assets und der erwarteten Rückkehr auf den Wachstumspfad im nächsten Jahr halten wir die Aktie für unterbewertet. Übernahmefantasie könnte der Aktie Flügel verleihen. Unterstellt man eine strategische Übernahmepremie in ähnlicher Größenordnung wie bei Encavis und Neoen, also ca. 40%, ergäbe dies ca. €2,80 pro Aktie – nicht weit von unserem Kursziel entfernt.



## BEWERTUNGSMODELL

DCF Bewertungsmodell*								
Alle Angaben in tsd. EUR	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
<b>Nettoumsatz</b>	<b>37.940</b>	<b>43.898</b>	<b>56.456</b>	<b>67.747</b>	<b>72.612</b>	<b>77.451</b>	<b>82.211</b>	<b>86.837</b>
<b>NOPLAT</b>	<b>3.499</b>	<b>5.442</b>	<b>10.233</b>	<b>12.603</b>	<b>15.364</b>	<b>18.091</b>	<b>19.966</b>	<b>21.727</b>
+ Abschreibungen	18.071	19.899	24.281	30.819	31.387	31.917	32.435	32.922
= Operativer Cashflow (netto)	21.570	25.342	34.514	43.423	46.750	50.008	52.401	54.649
- Gesamte Investitionen (Capex und WC)	-58.295	-93.330	-117.546	-40.744	-40.270	-40.606	-40.609	-40.262
Capex	-58.266	-92.922	-116.686	-39.971	-39.937	-40.275	-40.283	-39.945
Working Capital	-29	-408	-860	-773	-333	-331	-326	-317
= Freier Cashflow (FCF)	-36.725	-67.989	-83.032	2.679	6.480	9.402	11.792	14.387
<b>GW der FCFs</b>	<b>-35.992</b>	<b>-63.749</b>	<b>-74.485</b>	<b>2.299</b>	<b>5.320</b>	<b>7.385</b>	<b>8.861</b>	<b>10.344</b>

in Tsd EUR	
GWs der FCFs explizite Periode (2024E-2038E)	-49.905
GWs der FCFs in der Terminalperiode	431.276
Unternehmenswert (EV)	381.371
+ Nettokasse / - Nettoverbindl. (pro forma)	-96.388
+ Investitionen / Anteile Dritter	0
Shareholder Value	284.984
Verwässerte Aktienzahl (tsd)	91.208
<b>Fairer Wert je Aktie (in €)</b>	<b>3,12</b>

Terminales Wachstum	2,0%
Terminale EBIT-Marge	35,6%

WACC	4,5%
Eigenkapitalkosten	7,5%
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>3,10</b>

		Umsatzwachstum in der Terminalperiode						
		1,25%	1,50%	1,75%	2,00%	2,25%	2,50%	2,75%
WACC	3,77%	4,50	4,88	5,34	5,94	6,74	7,84	9,49
	4,02%	3,75	4,02	4,35	4,77	5,30	6,01	7,00
	4,27%	3,12	3,32	3,56	3,85	4,22	4,70	5,32
	4,52%	2,58	2,73	2,91	3,12	3,38	3,71	4,12
	4,77%	2,13	2,24	2,37	2,53	2,71	2,94	3,22
	5,02%	1,74	1,82	1,92	2,03	2,16	2,32	2,52
	5,27%	1,40	1,46	1,53	1,61	1,71	1,82	1,95

\* aus Layoutgründen werden nur die Jahre bis 2031 gezeigt, das Modell reicht aber bis 2038



## GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Alle Angaben in tsd. EUR	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>Umsatz</b>	<b>32.881</b>	<b>65.159</b>	<b>44.841</b>	<b>37.940</b>	<b>43.898</b>	<b>56.456</b>
Herstellungskosten	-354	-283	-471	0	0	0
<b>Bruttogewinn</b>	<b>32.527</b>	<b>64.876</b>	<b>44.370</b>	<b>37.940</b>	<b>43.898</b>	<b>56.456</b>
Personalkosten	-656	-1.521	-1.588	-1.860	-2.050	-2.258
Sonstige betriebliche Erträge	218	509	6.673	569	658	847
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-10.253	-15.694	-15.673	-13.279	-15.364	-18.630
<b>EBITDA</b>	<b>21.836</b>	<b>48.171</b>	<b>31.898</b>	<b>23.370</b>	<b>27.142</b>	<b>36.414</b>
Abschreibungen & Amortisation	-18.931	-17.743	-18.407	-18.071	-19.899	-24.281
<b>EBIT</b>	<b>2.905</b>	<b>30.428</b>	<b>13.491</b>	<b>5.299</b>	<b>7.242</b>	<b>12.133</b>
Nettofinanzergebnis	-4.717	-4.090	-7.005	-7.585	-8.957	-11.485
<b>EBT</b>	<b>-1.812</b>	<b>26.338</b>	<b>6.486</b>	<b>-2.286</b>	<b>-1.714</b>	<b>648</b>
Steuern (inkl. sonstiger Steuern)	-1.466	-5.021	-1.533	-1.800	-1.800	-1.900
Minderheitsbeteiligungen	0	0	0	0	0	0
<b>Nettogewinn/ -verlust</b>	<b>-3.277</b>	<b>21.317</b>	<b>4.953</b>	<b>-4.086</b>	<b>-3.514</b>	<b>-1.252</b>
<b>EPS (verwässert)</b>	<b>-0,06</b>	<b>0,34</b>	<b>0,07</b>	<b>-0,05</b>	<b>-0,04</b>	<b>-0,01</b>
<b>AEBITDA</b>	<b>22.574</b>	<b>50.350</b>	<b>30.275</b>	<b>23.370</b>	<b>27.142</b>	<b>36.414</b>
<b>Kennzahlen</b>						
Bruttomarge	98,9%	99,6%	98,9%	100,0%	100,0%	100,0%
EBITDA-Marge	66,4%	73,9%	71,1%	61,6%	61,8%	64,5%
EBIT-Marge	8,8%	46,7%	30,1%	14,0%	16,5%	21,5%
Nettomarge	-10,0%	32,7%	11,0%	-10,8%	-8,0%	-2,2%
Steuersatz	-80,9%	19,1%	23,6%	-78,8%	-105,0%	293,1%
<b>Ausgaben in % vom Umsatz</b>						
Personalkosten	2,0%	2,3%	3,5%	4,9%	4,7%	4,0%
Abschreibungen & Amortisation	57,6%	27,2%	41,0%	47,6%	45,3%	43,0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	31,2%	24,1%	35,0%	35,0%	35,0%	33,0%
<b>Jährliches Wachstum</b>						
Gesamtumsatz	-9,8%	98,2%	-31,2%	-15,4%	15,7%	28,6%
EBITDA	-21,1%	120,6%	-33,8%	-26,7%	16,1%	34,2%
Operatives Ergebnis	-68,2%	947,4%	-55,7%	-60,7%	36,7%	67,5%
Nettogewinn/ -verlust	n.m.	n.m.	-76,8%	n.m.	n.m.	n.m.



## BILANZ

Alle Angaben in tsd. EUR	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>Vermögen</b>						
<b>Umlaufvermögen, gesamt</b>	<b>33.785</b>	<b>90.376</b>	<b>61.498</b>	<b>37.796</b>	<b>37.063</b>	<b>57.379</b>
Liquide Mittel	23.198	77.665	47.990	24.268	22.719	41.314
Kurzfristige Investitionen	27	27	438	438	438	438
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	5.043	6.201	5.177	5.197	6.013	7.734
Vorräte	292	232	0	0	0	0
Sonstige Forderungen	5.225	6.251	7.163	7.163	7.163	7.163
<b>Anlagevermögen, gesamt</b>	<b>278.946</b>	<b>360.969</b>	<b>301.588</b>	<b>342.028</b>	<b>415.051</b>	<b>507.457</b>
Sachanlagen	275.251	352.576	291.461	331.656	404.679	497.085
Finanzanlagen	203	855	466	711	711	711
Latente Steueransprüche	3.492	7.490	7.020	7.020	7.020	7.020
Sonstige Vermögenswerte	0	48	2.642	2.642	2.642	2.642
<b>Aktiva</b>	<b>312.731</b>	<b>451.345</b>	<b>363.086</b>	<b>379.824</b>	<b>452.115</b>	<b>564.835</b>
<b>Eigenkapital und Verbindlichkeiten</b>						
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt</b>	<b>27.256</b>	<b>71.480</b>	<b>40.221</b>	<b>37.540</b>	<b>29.830</b>	<b>29.286</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten (kurzfristig)	20.392	51.522	28.199	25.526	17.408	16.004
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	1.893	5.812	2.607	2.599	3.007	3.867
Rückstellungen (kurzfristig)	137	718	290	290	290	290
Leasingverbindlichkeiten	1.660	996	962	962	962	962
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	3.174	12.432	8.163	8.163	8.163	8.163
<b>Langfristige Verbindlichkeiten, gesamt</b>	<b>187.960</b>	<b>223.917</b>	<b>163.751</b>	<b>187.256</b>	<b>252.186</b>	<b>337.531</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten	146.556	176.376	122.952	166.007	202.252	146.614
Leasingverbindlichkeiten	19.451	25.876	23.662	23.662	23.662	23.662
Latente Steuerschulden	11.067	14.493	10.713	10.713	10.713	10.713
Langfristige Rückstellungen	8.929	6.363	6.021	6.021	6.021	6.021
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	21.953	21.665	17.137	17.382	17.382	17.382
<b>Anteile Dritter</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>7</b>
<b>Eigenkapital</b>	<b>97.515</b>	<b>155.948</b>	<b>159.107</b>	<b>155.021</b>	<b>170.092</b>	<b>198.012</b>
Gezeichnetes Kapital	57.400	75.356	75.356	75.356	82.504	92.704
Kapitalrücklage	25.591	44.752	44.752	44.752	56.189	75.160
Gew innrücklagen	14.524	35.841	38.999	34.913	31.399	30.148
<b>Passiva</b>	<b>312.731</b>	<b>451.345</b>	<b>363.086</b>	<b>379.824</b>	<b>452.115</b>	<b>564.835</b>
<b>Kennzahlen</b>						
Current ratio (x)	1,24	1,26	1,53	1,01	1,24	1,96
Quick ratio (x)	1,23	1,26	1,53	1,01	1,24	1,96
Nettoverbindlichkeiten	163.174	176.082	126.385	170.695	229.055	294.401
Nettoverschuldungsgrad	167,3%	112,9%	79,4%	110,1%	134,7%	148,7%
Eigenkapitalquote	31,2%	34,6%	43,8%	40,8%	37,6%	35,1%
Buchwert je Aktie (in €)	1,80	2,46	2,11	2,06	2,15	2,26
Return on Equity (ROE)	-3,4%	13,7%	3,1%	-2,6%	-2,1%	-0,6%
Return on Investment (ROI)	-1,0%	4,7%	1,4%	-1,1%	-0,8%	-0,2%
Return on Assets (ROA)	0,5%	6,4%	3,4%	1,0%	1,3%	1,9%
Return on Capital employed (ROCE)	1,3%	9,5%	4,1%	1,6%	1,9%	2,6%



## CASHFLOWRECHNUNG

Alle Angaben in tsd. EUR	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>EBIT</b>	<b>2.905</b>	<b>30.428</b>	<b>13.491</b>	<b>5.299</b>	<b>7.242</b>	<b>12.133</b>
Abschreibungen	18.931	17.743	18.407	18.071	19.899	24.281
<b>EBITDA</b>	<b>21.836</b>	<b>48.171</b>	<b>31.898</b>	<b>23.370</b>	<b>27.142</b>	<b>36.414</b>
Veränderungen Working Capital	-2.420	0	0	-29	-408	-860
Sonstiges (Rückstellungen, etc.)	-917	1.511	-16.607	-1.800	-1.800	-1.900
<b>Operativer Cashflow</b>	<b>18.499</b>	<b>49.682</b>	<b>15.291</b>	<b>21.541</b>	<b>24.934</b>	<b>33.654</b>
Investitionen in Sachanlagen	-15.823	-27.792	-449	-58.266	-92.922	-116.686
Investitionen in immaterielle Vermögenswerte	0	0	0	0	0	0
<b>Freier Cashflow</b>	<b>2.676</b>	<b>21.890</b>	<b>14.842</b>	<b>-36.725</b>	<b>-67.989</b>	<b>-83.032</b>
Akquisitionen und Verkäufe	-14.542	-27.155	9.905	0	0	0
Andere Investitionen	20	0	-245	0	0	0
<b>Cashflow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-30.344</b>	<b>-54.947</b>	<b>9.211</b>	<b>-58.266</b>	<b>-92.922</b>	<b>-116.686</b>
Cashflow aus FK-Finanzierung, netto	-2.996	23.641	-54.465	13.002	47.855	72.456
Cashflow aus EK-Finanzierung, netto	20.720	37.116	0	0	18.584	29.172
Gezahlte Dividenden	0	0	0	0	0	0
Sonstige Finanzierung	0	-1.025	-987	0	0	0
<b>Cashflow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>17.724</b>	<b>59.732</b>	<b>-55.452</b>	<b>13.002</b>	<b>66.440</b>	<b>101.627</b>
FOREX & sonstige Effekte	0	0	0	0	0	0
<b>Veränderung der liquiden Mittel</b>	<b>5.879</b>	<b>54.467</b>	<b>-30.950</b>	<b>-23.722</b>	<b>-1.549</b>	<b>18.595</b>
Cash am Anfang der Periode	17.319	23.198	77.665	47.990	24.268	22.719
<b>Cash zum Ende der Periode</b>	<b>23.198</b>	<b>77.665</b>	<b>46.715</b>	<b>24.268</b>	<b>22.719</b>	<b>41.314</b>
<b>EBITDA je Aktie (in €)</b>	<b>0,40</b>	<b>0,76</b>	<b>0,42</b>	<b>0,31</b>	<b>0,34</b>	<b>0,42</b>
<b>Operativer Cashflow je Aktie</b>	<b>0,34</b>	<b>0,78</b>	<b>0,20</b>	<b>0,29</b>	<b>0,32</b>	<b>0,38</b>
<b>Jährliches Wachstum</b>						
Operativer Cashflow	-28,6%	168,6%	-69,2%	40,9%	15,7%	35,0%
Freier Cashflow	-89,6%	717,9%	-32,2%	n.m.	n.m.	n.m.
EBITDA je Aktie	-28,5%	88,0%	-44,2%	-26,7%	10,9%	20,9%

## 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 18. Juli 2024 um 09:47 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...30	↓	↓	↓	↓
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	21. Februar 2024	€ 1,99	Buy	€ 3,20
37	19. April 2024	€ 2,04	Buy	€ 3,20
38	6. Mai 2024	€ 2,04	Buy	€ 3,10
39	Heute	€ 1,99	Buy	€ 3,10

### 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.**