

clearvise AG

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

GB 2024

BEWERTUNG

KURSZIEL

Aufwärtspotenzial
 Risikobewertung

BUY

€ 2,90

72,6%
 Low

SOLIDES UNTERNEHMEN ZUM SCHNÄPPCHENPREIS

clearvise hat im Jahr 2024 gehalten, was sie versprochen hat, obwohl die Windverhältnisse schwach und das Preisumfeld volatil waren. Beim bereinigten EBITDA (AEBITDA) übertraf das Unternehmen mit €23,0 Mio. unsere Prognose um 3%. Erfreulich ist, dass clearvise sogar ein positives Nettoergebnis von €0,7 Mio. erzielte (FBe: €1,7 Mio.). Das Unternehmen ist bilanziell mit einer Eigenkapitalquote von 42% stark aufgestellt und hat ausreichend finanziellen Spielraum, um weiter zu wachsen. Für 2025 erwartet clearvise ein Umsatzwachstum von 20% bis 26% (€43,3 Mio. - €45,5 Mio.). Das AEBITDA sieht das Unternehmen bei €27,1 Mio. bis €29,2 Mio., was einem Anstieg um mindestens 18% J/J entspricht. Im Jahr 2024 wurde das Grünstromportfolio um netto 42 MW auf 316 MW erweitert. Im April 2025 wurde der französische PV-Park Chassiecq (36 MW) in Betrieb genommen, und im September soll der deutsche Windpark Weilrod 2 (19 MW) ans Netz gehen. Darüber hinaus nimmt clearvise eine aktivere Dividendenpolitik auf und schlägt eine Dividende von €0,06 pro Aktie vor (Dividendenrendite: 3,6%). Wir sehen das Unternehmen nach den Umsatzrückgängen der letzten beiden Jahre, die durch sinkende Strompreise und Portfoliooptimierung (Verkauf der finnischen Windparks und der Biogasanlage) verursacht wurden, wieder auf dem Wachstumspfad. Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt weiterhin ein Kursziel von €2,90. Beim gegenwärtigen Kurs notiert die Aktie ca. 20% unter Buchwert, der bei €2,12 pro Aktie liegt. Wir sehen die Aktie daher als stark unterbewertet an und bestätigen unsere Kaufempfehlung. Kurspotenzial: ca. 70%.

IPP-Portfolio erweitert Im Jahr 2024 fügte clearvise den deutschen PV-Park Wolfsgarten (43 MW) dem IPP-Portfolio hinzu, wohingegen die Biogasanlage (1 MW) nach dem Verkauf zum Jahreswechsel 23/24 nicht mehr zum Umsatz beitrug. Damit stieg die operative Kapazität des Portfolios von 274 MW auf 316 MW, davon 139 MW Wind und 177 MW Solar. Die insgesamt 15 Wind- und 21 Solarparks stehen in Deutschland, Frankreich und Irland.

(b.w.)

FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Umsatz (€ Mio.)	65,2	44,8	36,1	44,3	52,0	60,1
Jährliches Wachstum	98,2%	-31,2%	-19,5%	22,7%	17,4%	15,5%
EBIT (€ Mio.)	30,4	13,5	6,6	10,4	12,8	15,3
EBIT-Marge	46,7%	30,1%	18,3%	23,5%	24,5%	25,5%
Jahresübers. (€ Mio.)	21,3	5,0	0,7	1,3	1,4	1,8
EPS (verwässert) (€)	0,34	0,07	0,01	0,02	0,02	0,02
DPS (€)	0,00	0,00	0,06	0,06	0,06	0,06
FCF (€ Mio.)	21,9	14,8	-19,4	-43,6	-44,2	-26,2
Nettoverschuldungsgrad	112,9%	79,4%	105,0%	142,5%	170,2%	173,3%
Liquide Mittel (€ Mio.)	77,7	48,0	24,6	14,3	14,3	30,8

RISIKEN

Unterdurchschnittliche Windbedingungen oder Sonneneinstrahlung, technische Probleme, Verzögerungen bei Genehmigung und Bau von 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 2024 hatte das operative Portfolio eine Kapazität von ca. 316 MW. Unternehmenssitz ist Wiesbaden in Hessen.

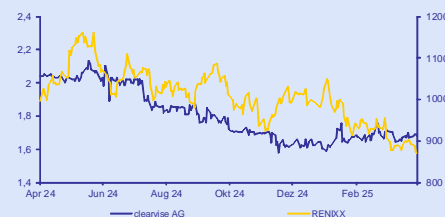
HANDELSDATEN

Stand: 25. Apr 2025

Schlusskurs	€ 1,68
Aktien im Umlauf	75,36 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 126,60 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 1,58 / 2,13
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	19.811

Multiples	2024	2025E	2026E
KGV	174,8	96,0	93,5
EV/Sales	8,2	6,7	5,7
EV/EBIT	44,8	28,4	23,2
Div.-Rendite	3,6%	3,6%	3,6%

KURSÜBERSICHT



UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 31. Dez 2024

Liquide Mittel	€ 24,58 Mio.
Kurzfristige Vermögenswerte	€ 44,53 Mio.
Immaterielle Vermögenswerte	€ 0,11 Mio.
Bilanzsumme	€ 376,17 Mio.
Kurzfristige Verbindlichkeiten	€ 27,34 Mio.
Eigenkapital	€ 159,72 Mio.

AKTIONÄRSSTRUKTUR

Tion Renewables AG	30,9%
Free Float	69,1%



Ein eher normales Jahr War 2023 noch von hohen Strompreisen in Folge des Stopps russischer Gaslieferungen nach Deutschland geprägt, normalisierte sich das Preisniveau 2024 weiter. Der 19%ige Umsatzrückgang bei clearvise ist allerdings in erster Linie auf eine gesunkene Stromproduktion zurückzuführen (-17% J/J). Der Umsatzrückgang führte zu entsprechend niedrigeren Ergebnissen. Das EBIT sank um 57% auf €6,6 Mio., und der Nettogewinn fiel um 89% auf €0,7 Mio. (vgl. Abbildung 1).

Abbildung 1: Berichtete Zahlen versus Prognosen

Alle Zahlen in € Mio.	2024A	2024E	Delta	2023A	Delta
Umsatz	36,1	36,0	0%	44,8	-19%
EBITDA	22,6	21,5	5%	33,8	-33%
Marge	62,6%	59,7%		74,0%	-
AEBITDA	23,0	22,3	3%	30,3	-24%
Marge	63,7%	61,9%		67,6%	-
EBIT	6,6	5,8	14%	15,4	-57%
Marge	18,3%	16,0%		30,1%	-
Nettoergebnis	0,7	-1,7	-	6,8	-89%
Marge	2,0%	-4,7%		15,2%	-
EPS (€)	0,01	-0,02	-	0,09	-90%

Quelle: First Berlin Equity Research, clearvise AG

Starkes AEBITDA trotz niedrigerer Stromproduktion Im Vergleich zum Vorjahr fiel die Stromproduktion von 553 GWh auf 441 GWh und lag damit leicht oberhalb des unteren Guidancerandes (vgl. Abbildung 2). Zwar ging das AEBITDA um 24% J/J – und damit stärker als der Umsatz – auf €23,0 Mio. zurück, was auf den hohen Anteil fixer Kosten zurückzuführen ist. Trotzdem deutet das AEBITDA auf eine den Umständen entsprechend gute Unternehmensperformance hin: Das AEBITDA lag 3% über unserer Schätzung und am oberen Rand der Guidance. Wesentlicher Grund dafür sind die um 13% J/J gesunkenen betrieblichen Aufwendungen (€13,6 Mio. versus €15,7 Mio. in 2023), was insbesondere auf geringere Wartungs- und Betriebskosten sowie niedrigere externe Beratungskosten zurückzuführen ist.

Abbildung 2: Guidance, berichtete Zahlen und FBe

Zahlen in € Mio.	2024A	2023A	Delta	FBe	Delta	Guidancespanne
Stromproduktion (GWh)	441	533	-17%	449	-2%	440 - 460
Umsatz	36,1	44,8	-19%	36,0	0%	35,5 - 37,0
AEBITDA	23,0	30,3	-24%	22,3	3%	21,8 - 23,1
AEBITDA-Marge (in %)	63,7%	67,5%	-	61,9%	-	-

Quelle: First Berlin Equity Research, clearvise AG

Stromproduktion disaggregiert Ein Blick auf die Stromproduktion der einzelnen Technologien zeigt, dass die Windstromproduktion aufgrund schwacher Windverhältnisse und des Verkaufs der finnischen Windparks stark zurückging (-28% J/J), während die PV-Stromproduktion aufgrund des neu erworbenen PV-Parks Wolfsgarten kräftig (+19%) anstieg. Mit dem Verkauf der Biogasanlage entfiel die Biogasstromproduktion (vgl. Abbildung 3 auf der nächsten Seite).



Abbildung 3: Stromproduktion nach Technologien

Stromproduktion in GWh	2024A	2023A	Delta	FBe 2024	Delta
Wind	291,5	403,4	-28%	306,7	-5%
Solar	149,6	125,3	19%	142,2	5%
Biogas	0,0	4,9	-100%	0,0	-
Summe	441,1	533,6	-17%	448,9	-2%

Quelle: First Berlin Equity Research, clearvise AG

Umsatz nach Technologien Während der Umsatz im Windbereich um 21% auf €27,1 Mio. zurückging (vgl. Abbildung 4), blieb er im Solarbereich weitgehend stabil (€9,0 Mio.). Der Umsatzanteil des PV-Bereichs erhöhte sich von 20% auf 25%.

Abbildung 4: Umsatz nach Technologien

Umsatz in € Mio.	2024A	2023A	Delta	FBe 2024	Delta
Wind	27,1	34,5	-21%	28,2	-4%
Solar	9,0	9,1	-2%	7,8	14%
Biogas	0,0	1,2	-100%	0,0	-
Summe	36,1	44,8	-19%	36,0	0%

Quelle: First Berlin Equity Research, clearvise AG

Durchschnittliche Verkaufspreise gesunken Der durchschnittliche Verkaufspreis lag 2024 bei 82 €/MWh und damit 3% unter dem Vorjahreswert. Während clearvise den Windstrompreis nach dem Verkauf der Assets im niedrigpreisigen Finnland um 9% J/J auf 93 €/MWh steigern konnte, fiel der Solarstrompreis deutlich um 18% auf 60 €/MWh. Wir hatten aufgrund der im Jahresvergleich in Deutschland deutlich gefallenen Marktwerte allerdings mit einem noch stärkeren Preisverfall gerechnet (vgl. Abbildung 5).

Abbildung 5: Durchschnittliche Verkaufspreise von clearvise

Durchschnittliche Strompreise (€/MWh)	2024A	2023A	Delta	FBe 2024	Delta
Wind	93	86	9%	92	1%
Solar	60	73	-18%	55	9%
Biogas	n.a.	241	n.a.	n.a.	-
Gesamt	82	84	-3%	80	2%

Quelle: First Berlin Equity Research, clearvise AG

Starke Bilanz Mit einem stabilen Eigenkapital und einer weiterhin hohen Eigenkapitalquote von gut 42% bleibt clearvise finanziell sehr solide aufgestellt. Trotz der auf €169 Mio. gestiegenen Nettoverschuldung bleibt das Net Gearing mit 106% für einen Betreiber von Grünstromanlagen niedrig (vgl. Abbildung 6 auf der nächsten Seite).

Abbildung 6: Bilanz, ausgewählte Positionen

in € Mio.	2024A	2023A	Delta
Sachanlagen	327,7	291,5	12%
Anlagevermögen insgesamt	331,6	301,6	10%
Liquide Mittel	24,6	48,0	-49%
Umlaufvermögen insgesamt	44,5	61,5	-28%
Eigenkapital	159,7	159,1	0%
<i>Eigenkapitalquote</i>	<i>42,5%</i>	<i>43,8%</i>	<i>-1,3 PP</i>
Finanzverbindlichkeiten, kurzfr.	18,2	28,2	-35%
Finanzverbindlichkeiten, langfr.	148,9	123,0	21%
Leasingverbindlichkeiten, kurzfr.	1,1	1,0	13%
Leasingverbindlichkeiten, langfr.	25,3	23,7	7%
Nettoverschuldung	169,0	127,8	32%
<i>Net Gearing (Nettoverschuldung/EK in %)</i>	<i>105,8%</i>	<i>80,3%</i>	<i>+25,5 PP</i>
Bilanzsumme	376,2	363,1	4%

Quelle: First Berlin Equity Research, clearwise AG

Erneut solider operativer Cashflow Mit €14,8 Mio. erzielte clearwise erneut einen soliden operativen Cashflow. Trotz des starken Rückgangs des Nettogewinns verringerte sich der operative Cashflow nur um 11%. Die Investitionen inklusive Konsolidierungskreiszugänge beliefen sich auf €33,4 Mio. Sie sind wesentlich auf den Erwerb des PV-Parks Wolfsgarten, den Bau des PV-Parks Chassiecq und die Zahlung für den Windpark Weilrod 2 zurückzuführen. Der Mittelabfluss aus Finanzierungstätigkeit ist hauptsächlich auf gezahlte Zinsen (€-4,2 Mio.) und Nettokredittilgung (€-4,4 Mo.) zurückzuführen (vgl. Abbildung 7).

Abbildung 7: Kapitalflussrechnung, ausgewählte Positionen

in € Mio.	2024A	2023A
Operativer Cashflow	14,8	16,6
CAPEX & Konsolidierungskreiszugänge	-33,4	-10,3
Freier Cashflow	-18,6	6,3
Cashflow Investitionstätigkeit	-28,6	9,2
Cashflow Finanzierungstätigkeit	-9,6	-55,5
Netto-Cashflow	-23,4	-29,7

Quelle: First Berlin Equity Research, clearwise AG

Fokus der Portfolioexpansion liegt auf Deutschland, Frankreich und Italien In Frankreich wurde der PV-Park Chassiecq (36,4 MW) jüngst in Betrieb genommen. Außerdem kaufte clearwise im Oktober 2024 einen 70%-Anteil am PV-Projekt „La Chatre“ (71,5 MW). Für 30 MW dieses Projekts hat das Unternehmen einen 20jährigen Einspeisetarif von 78 €/MWh erhalten. Aufgrund von Netzausbaumaßnahmen erwarten wir die Inbetriebnahme erst Anfang 2029. Der im Bau befindliche deutsche Windpark Weilrod 2 (18,6 MW) soll im September ans Netz gehen. In Italien plant clearwise, dieses Jahr zwei PV-Parks (7,6 MW und 6,6 MW) in Latium in Betrieb zu nehmen.

Alle vier genannten PV-Projekte basieren auf der clearPARTNERS-Säule (Kooperation mit Projektentwicklern), die sich damit zur wichtigsten Säule der Portfolioexpansion entwickelt. Die beiden weiteren Säulen sind clearVALUE (Erwerb von Bestandsanlagen oder schlüsselfertigen Projekte) und clearSWITCH (Sachkapitalanlagenmodell: Einbringung von Wind- oder PV-Assets gegen clearwise-Aktien).



clearvise kommt ihren mittelfristigen Zielen näher Mittelfristig plant das Unternehmen eine hälftige Stromproduktion aus Wind- und Solarkraft, um Schwankungen bei Wind und Sonnenschein bestmöglich auszugleichen. Im Jahr 2023 trugen die PV-Parks noch 24% zur Stromproduktion bei; im Jahr 2024 stieg der PV-Anteil bereits auf 34%.

Neue Dividendenpolitik: Vorschlag: €0,06 pro Aktie Nachdem clearvise in den letzten Jahren keine Dividende gezahlt hat, lautet der Dividendenvorschlag für die HV €0,06 pro Aktie. Zum gegenwärtigen Kurs entspricht dies einer Dividendenrendite von 3,6% und macht den Titel für Dividendenjäger attraktiv.

Guidance für 2025: Umsatz- und EBITDA-Wachstum clearvises Guidance unterstellt für das laufende Jahr ein Umsatzwachstum von 20% bis 26% (€43,3 Mio. - €45,5 Mio.). Das AEBITDA sieht das Unternehmen bei €27,1 Mio. bis €29,2 Mio., was einem Anstieg um mindestens 18% J/J entspricht (vgl. Abbildung 8). Die Guidance basiert auf dem Bestandsportfolio Ende 2024, dem PV-Park Chassiecq sowie dem Windpark Weilrod 2.

Abbildung 8: Guidance für 2025

Zahlen in € Mio.	unterer Rand	oberer Rand	Mittelwert	FBe (neu)	FBe (alt)
Stromproduktion (GWh)	529	557	543	541	544
Umsatz	43,3	45,5	44,4	44,3	42,6
AEBITDA	27,1	29,2	28,2	28,1	26,4
AEBITDA-Marge (in %)	62,6%	64,2%	63,4%	63,5%	62,0%

Quelle: First Berlin Equity Research, clearvise AG

Wachstumsmodell überarbeitet Im Lichte der 2024-Zahlen, der Unternehmensguidance für 2025 und der allgemeinen Marktentwicklung im Bereich erneuerbare Energien haben wir unsere Prognosen zur Portfolioexpansion, der spezifischen Stromproduktion, der Stromproduktion, der durchschnittlichen Verkaufspreise für Strom, und – daraus folgend – unsere Umsatz- und Ergebnisschätzungen überarbeitet. Wir gehen nunmehr von einer langsameren Portfolioexpansion aus (vgl. Abbildung 9).

Abbildung 9: Annahmen zur Portfolioexpansion

Kapazität in MW	2024A	2025E	2026E	2027E
Wind				
MW Jahresanfang	139	139	158	174
MW Erweiterung	0	19	16	0
MW Jahresende	139	158	174	174
Solar				
MW Jahresanfang	134	176	227	297
MW Erweiterung	43	51	70	100
MW Jahresende	176	227	297	397
Biogas				
MW Jahresanfang	1	0	0	0
MW Erweiterung	-1	0	0	0
MW Jahresende	0	0	0	0
Gesamt				
MW Jahresanfang	274	316	385	471
MW Erweiterung	42	69	86	100
MW Jahresende	316	385	471	571

Quelle: First Berlin Equity Research, clearvise AG

Bei der spezifischen Stromproduktion gehen wir von normaleren Windjahren aus als dem schwachen Windjahr 2024. Im Solarbereich unterstellen wir, dass die spezifische Stromproduktion über die Jahre steigt, da zukünftig PV-Anlagen aus sonnenreicheren Ländern (Frankreich, Italien) hinzukommen (vgl. Abbildung 10).

Abbildung 10: Annahmen zur spezifischen Stromproduktion

Spezifische Stromproduktion (MWh/MW)	2024A	2025E	2026E	2027E
Wind	2.091	2.300	2.300	2.300
Solar	923	1.000	1.060	1.080
Biogas	0	0	0	0

Quelle: First Berlin Equity Research, clearvise AG

Aus diesen Annahmen ergeben sich unsere Schätzungen der Stromproduktion für die Jahre 2025E - 2027E (vgl. Abbildung 11).

Abbildung 11: Schätzung der jährlichen Stromproduktion

Stromproduktion in MWh	2024A	2025E	2026E	2027E
Wind	291.500	329.176	375.544	400.200
Solar	149.600	211.820	265.106	356.400
Summe	441.100	540.996	640.650	756.600
Wachstum J/J	-17%	23%	18%	18%

Quelle: First Berlin Equity Research, clearvise AG

Unsere Schätzungen der durchschnittlichen Verkaufspreise haben wir leicht angepasst. Aufgrund der durch Einspeisetarife und PPA weitgehend abgesicherten Strompreise gehen wir davon aus, dass die Preise in den nächsten Jahren im Wind und PV-Bereich weitgehend konstant bleiben. Der überproportionale Zuwachs des Portfolios im PV-Bereich führt dazu, dass die insgesamt niedrigeren PV-Strompreise den durchschnittlichen Verkaufspreis etwas senken (vgl. Abbildung 12).

Abbildung 12: Schätzung der durchschnittlichen Verkaufspreise

Durchschnittl. Verkaufspreis in €/MWh	2024A	2025E	2026E	2027E
Wind	93	94	94	94
Solar	60	63	63	63
Gesamt (gewichteter Durchschnitt)	82	82	81	79

Quelle: First Berlin Equity Research, clearvise AG

Daraus ergeben sich unsere Umsatzschätzungen, die eine 2024 - 2027E CAGR von ca. 18% vorsehen (vgl. Abbildung 13).

Abbildung 13: Umsatzschätzungen 2025E – 2027E

Umsatz in €tsd.	2024A	2025E	2026E	2027E
Wind	27.130	30.943	35.301	37.619
Solar	8.953	13.345	16.702	22.453
Gesamt	36.083	44.287	52.003	60.072
Wachstum J/J	-20%	23%	17%	16%

Quelle: First Berlin Equity Research, clearvise AG



Schätzungen angepasst Aus unserem überarbeiteten Ausbau-, Stromproduktions- und Strompreisszenario ergeben sich Änderungen unserer Umsatz- und Ergebnisschätzungen. So haben wir unsere Schätzungen für 2025E angehoben, da wir von höheren durchschnittlichen Stromverkaufspreisen ausgehen. Die Schätzungen für 2026E und 2027E sinken, weil wir einen langsameren Portfolioausbau unterstellen (vgl. Abbildung 14). Grund für die Annahme eines langsameren Portfolioausbaus ist der gegenwärtig niedrige Aktienkurs, der deutlich unter Buchwert liegt und eine Kapitalerhöhung unattraktiv erscheinen lässt. Wir gehen davon aus, dass clearvise ihre AEBITDA-Marge in den nächsten Jahren sukzessive steigern kann, da die mittlerweile erfolgreich abgeschlossene Digitalisierung des technischen und kaufmännischen Assetmanagements Skaleneffekte ermöglicht und ein höherer Umsatz aufgrund des hohen Fixkostenanteils mit einem operating Leverage einhergeht.

Abbildung 14: Anpassung der Schätzungen

Alle Zahlen in € Mio.	2025E			2026E			2027E		
	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta
Umsatz	42,6	44,3	4%	55,4	52,0	-6%	63,7	60,1	-6%
AEBITDA	26,4	28,1	6%	35,7	33,2	-7%	42,8	39,2	-8%
Marge	62,0%	63,5%		64,5%	63,9%		67,2%	65,2%	
Jahresüberschuss	-1,4	1,3	-	1,7	1,4	-19%	1,8	1,8	-2%
Marge	-3,3%	3,0%		3,1%	2,7%		2,8%	2,9%	
EPS (verwässert) in €	-0,02	0,02	-	0,02	0,02	-20%	0,02	0,02	-2%

Quelle: First Berlin Equity Research

Weiterhin Kaufen bei unverändertem Kursziel Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt weiterhin ein Kursziel von €2,90. Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung. Kurspotenzial: ca. 70%.



BEWERTUNGSMODELL

DCF Bewertungsmodell*								
Alle Angaben in tsd. EUR	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
Nettoumsatz	44.287	52.003	60.072	64.397	68.729	73.028	77.250	81.352
NOPLAT	8.610	10.857	13.426	14.324	16.652	18.397	19.751	21.270
+ Abschreibungen	17.698	20.475	23.864	26.021	26.801	27.565	28.299	28.985
= Operativer Cashflow (netto)	26.308	31.332	37.290	40.345	43.452	45.962	48.050	50.255
- Gesamte Investitionen (Capex und WC)	-69.860	-75.550	-63.488	-35.561	-35.967	-36.021	-35.781	-36.046
Capex	-69.118	-75.196	-63.080	-35.418	-35.739	-35.784	-35.535	-35.795
Working Capital	-742	-354	-408	-142	-228	-238	-246	-251
= Freier Cashflow (FCF)	-43.552	-44.218	-26.197	4.784	7.485	9.941	12.269	14.209
GW der FCFs	-42.195	-40.907	-23.142	4.035	6.028	7.645	9.010	9.962

in Tsd EUR	
GWs der FCFs explizite Periode (2025E-2039E)	16.419
GWs der FCFs in der Terminalperiode	377.927
Unternehmenswert (EV)	394.346
+ Nettokasse / - Nettoverbindl. (pro forma)	-148.102
+ Investitionen / Anteile Dritter	0
Shareholder Value	246.244
Verwässerte Aktienzahl (tsd)	85.000
Fairer Wert je Aktie (in €)	2,90

Terminales Wachstum	2,0%
Terminale EBIT-Marge	34,1%

WACC	4,7%
Eigenkapitalkosten	7,8%
Fremdkapitalkosten (vor Steuern)	4,2%
Normaler Steuersatz	26,3%
Fremdkapitalkosten (nach Steuern)	3,1%
EK- Anteil	35,0%
FK- Anteil	65,0%
Kursziel (in €)	2,90

		Umsatzwachstum in der Terminalperiode						
		1,25%	1,50%	1,75%	2,00%	2,25%	2,50%	2,75%
WACC	3,98%	3,99	4,36	4,80	5,36	6,08	7,05	8,41
	4,23%	3,33	3,61	3,94	4,35	4,87	5,53	6,42
	4,48%	2,77	2,99	3,24	3,55	3,93	4,40	5,01
	4,73%	2,29	2,46	2,66	2,90	3,18	3,52	3,96
	4,98%	1,88	2,02	2,17	2,35	2,57	2,83	3,14
	5,23%	1,53	1,63	1,75	1,90	2,06	2,26	2,49
	5,48%	1,21	1,30	1,39	1,50	1,63	1,78	1,96

* aus Layoutgründen werden nur die Jahre bis 2032 gezeigt, das Modell reicht aber bis 2039



GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Alle Angaben in tsd. EUR	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
Umsatz	65.159	44.841	36.083	44.287	52.003	60.072
Herstellungskosten	-283	-471	0	0	0	0
Bruttogewinn	64.876	44.370	36.083	44.287	52.003	60.072
Personalkosten	-1.521	-1.588	-2.282	-2.450	-2.650	-2.800
Sonstige betriebliche Erträge	509	6.673	2.460	2.214	1.560	1.201
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-15.694	-15.673	-13.643	-15.943	-17.681	-19.283
EBITDA	48.171	31.898	22.619	28.108	33.232	39.190
Abschreibungen & Amortisation	-17.743	-18.407	-16.020	-17.698	-20.475	-23.864
EBIT	30.428	13.491	6.599	10.410	12.757	15.326
Nettofinanzergebnis	-4.090	-7.005	-4.744	-7.291	-9.471	-11.665
EBT	26.338	6.486	1.855	3.118	3.286	3.662
Steuern (inkl. sonstiger Steuern)	-5.021	-1.533	-1.132	-1.800	-1.900	-1.900
Minderheitsbeteiligungen	0	0	1	0	0	0
Nettogewinn/ -verlust	21.317	4.953	724	1.318	1.386	1.762
EPS (verwässert)	0,34	0,07	0,01	0,02	0,02	0,02
AEBITDA	50.350	30.275	23.412	28.108	33.232	39.190
Kennzahlen						
Bruttomarge	99,6%	98,9%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
EBITDA-Marge	73,9%	71,1%	62,7%	63,5%	63,9%	65,2%
AEBITDA-Marge	77,3%	67,5%	64,9%	63,5%	63,9%	65,2%
EBIT-Marge	46,7%	30,1%	18,3%	23,5%	24,5%	25,5%
Nettomarge	32,7%	11,0%	2,0%	3,0%	2,7%	2,9%
Steuersatz	19,1%	23,6%	61,0%	57,7%	57,8%	51,9%
Ausgaben in % vom Umsatz						
Personalkosten	2,3%	3,5%	6,3%	5,5%	5,1%	4,7%
Abschreibungen & Amortisation	27,2%	41,0%	44,4%	40,0%	39,4%	39,7%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	24,1%	35,0%	37,8%	36,0%	34,0%	32,1%
Jährliches Wachstum						
Gesamtumsatz	98,2%	-31,2%	-19,5%	22,7%	17,4%	15,5%
EBITDA	120,6%	-33,8%	-29,1%	24,3%	18,2%	17,9%
Operatives Ergebnis	947,4%	-55,7%	-51,1%	57,7%	22,5%	20,1%
Nettogewinn/ -verlust	n.m.	-76,8%	-85,4%	82,0%	5,1%	27,1%



BILANZ

Alle Angaben in tsd. EUR	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
Vermögen						
Umlaufvermögen, gesamt	90.376	61.498	44.527	35.540	36.549	53.975
Liquide Mittel	77.665	47.990	24.576	14.274	14.332	30.763
Kurzfristige Investitionen	27	438	280	280	280	280
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	6.201	5.177	4.144	5.460	6.411	7.406
Vorräte	232	0	0	0	0	0
Sonstige Forderungen	6.251	7.163	15.526	15.526	15.526	15.526
Anlagevermögen, gesamt	360.969	301.588	331.645	383.065	437.786	477.002
Sachanlagen	352.576	291.461	327.749	379.169	433.890	473.106
Finanzanlagen	855	466	243	243	243	243
Latente Steueransprüche	7.490	7.020	3.472	3.472	3.472	3.472
Sonstige Vermögenswerte	48	2.642	72	72	72	72
Aktiva	451.345	363.086	376.172	418.605	474.335	530.977
Eigenkapital und Verbindlichkeiten						
Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt	71.480	40.221	27.335	27.084	26.385	38.881
Zinstragende Verbindlichkeiten (kurzfristig)	51.522	28.199	18.232	17.408	16.004	27.590
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	5.812	2.607	3.673	4.247	4.844	5.431
Rückstellungen (kurzfristig)	718	290	369	369	369	369
Leasingverbindlichkeiten	996	962	1.076	1.076	1.076	1.076
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	12.432	8.163	3.985	3.985	4.092	4.415
Langfristige Verbindlichkeiten, gesamt	223.917	163.751	189.112	234.998	287.151	318.717
Zinstragende Verbindlichkeiten	176.376	122.952	148.935	220.144	272.297	303.863
Leasingverbindlichkeiten	25.876	23.662	25.322	25.322	25.322	25.322
Latente Steuerschulden	14.493	10.713	7.725	7.725	7.725	7.725
Langfristige Rückstellungen	6.363	6.021	6.323	6.323	6.323	6.323
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	21.665	17.137	14.855	14.855	14.855	14.855
Anteile Dritter	0	7	6	6	6	6
Eigenkapital	155.948	159.107	159.720	156.517	160.794	173.374
Gezeichnetes Kapital	75.356	75.356	75.356	75.356	78.937	86.105
Kapitalrücklage	44.752	44.752	44.752	44.752	48.691	57.293
Gewinnrücklagen	35.841	38.999	39.612	36.409	33.166	29.977
Passiva	451.345	363.086	376.172	418.605	474.335	530.977
Kennzahlen						
Current ratio (x)	1,26	1,53	1,63	1,31	1,39	1,39
Quick ratio (x)	1,26	1,53	1,63	1,31	1,39	1,39
Nettoverbindlichkeiten	176.082	126.385	167.633	222.998	273.688	300.409
Nettoverschuldungsgrad	112,9%	79,4%	105,0%	142,5%	170,2%	173,3%
Eigenkapitalquote	34,6%	43,8%	42,5%	37,4%	33,9%	32,7%
Buchwert je Aktie (in €)	2,46	2,11	2,12	2,08	2,08	2,10
Return on Equity (ROE)	13,7%	3,1%	0,5%	0,8%	0,9%	1,0%
Return on Investment (ROI)	4,7%	1,4%	0,2%	0,3%	0,3%	0,3%
Return on Assets (ROA)	6,4%	3,4%	1,6%	2,2%	2,4%	2,6%
Return on Capital employed (ROCE)	9,5%	4,1%	2,0%	2,8%	3,0%	3,3%



CASHFLOWRECHNUNG

Alle Angaben in tsd. EUR	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
EBIT	30.428	13.491	6.599	10.410	12.757	15.326
Abschreibungen	17.743	18.407	16.020	17.698	20.475	23.864
EBITDA	48.171	31.898	22.619	28.108	33.232	39.190
Veränderungen Working Capital	0	0	0	-742	-354	-408
Sonstiges (Rückstellungen, etc.)	1.511	-16.607	-7.813	-1.800	-1.900	-1.900
Operativer Cashflow	49.682	15.291	14.806	25.566	30.978	36.883
Investitionen in Sachanlagen	-27.792	-449	-34.045	-69.118	-75.196	-63.080
Investitionen in immaterielle Vermögenswerte	0	0	-114	0	0	0
Freier Cashflow	21.890	14.842	-19.353	-43.552	-44.218	-26.197
Akquisitionen und Verkäufe	-27.155	9.905	5.554	0	0	0
Andere Investitionen	0	-245	0	0	0	0
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-54.947	9.211	-28.605	-69.118	-75.196	-63.080
Cashflow aus FK-Finanzierung, netto	23.641	-54.465	-8.612	37.771	41.278	31.487
Cashflow aus EK-Finanzierung, netto	37.116	0	0	0	7.520	15.770
Gezahlte Dividenden	0	0	0	-4.521	-4.521	-4.629
Sonstige Finanzierung	-1.025	-987	-1.002	0	0	0
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	59.732	-55.452	-9.614	33.250	44.276	42.629
FOREX & sonstige Effekte	0	0	0	0	0	0
Veränderung der liquiden Mittel	54.467	-30.950	-23.414	-10.302	58	16.431
Cash am Anfang der Periode	23.198	77.665	47.990	24.576	14.274	14.332
Cash zum Ende der Periode	77.665	46.715	24.576	14.274	14.332	30.763
EBITDA je Aktie (in €)	0,76	0,42	0,30	0,37	0,43	0,47
Operativer Cashflow je Aktie	0,78	0,20	0,20	0,34	0,40	0,45
Jährliches Wachstum						
Operativer Cashflow	168,6%	-69,2%	-3,2%	72,7%	21,2%	19,1%
Freier Cashflow	717,9%	-32,2%	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
EBITDA je Aktie	88,0%	-44,2%	-29,1%	24,3%	15,5%	10,2%

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

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 28. April 2025 um 10:42 Uhr abgeschlossen.

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

Copyright© 2025 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 ¹	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%

¹ 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...34	↓	↓	↓	↓
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	18. Juli 2024	€ 1,99	Buy	€ 3,10
40	15. August 2024	€ 1,86	Buy	€ 3,10
41	18. November 2024	€ 1,71	Buy	€ 2,90
42	16. Januar 2025	€ 1,63	Buy	€ 2,90
43	Heute	€ 1,68	Buy	€ 2,90

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.