

# clearvise AG

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

9M-Bericht

**BEWERTUNG****BUY****KURSZIEL**

€ 2,40

Aufwärtspotenzial

69,0%

Risikobewertung

Low

## VON WACHSTUM ZU SICHERHEIT

clearvise hat 9M-Zahlen vorgelegt, die gegenüber dem Vorjahr weitgehend stabil blieben und etwas hinter unseren Erwartungen zurückblieben. Im Rahmen der strategischen Transformation zu einer YieldCo wird Tion ab 2026 sämtliche operativen Geschäftsbereiche inklusive der Mitarbeiter übernehmen. Der Wegfall der Personalkosten und Synergien in den Bereichen Assetmanagement und Vermarktung sollten die Kosten deutlich senken (ca. €1 Mio. p.a.). Für die Zukunft plant clearvise eine kontinuierliche und steigende Dividende. Da CEO Leue-Bahns ihren Vorstandsvertrag voraussichtlich nicht verlängern wird, sucht das Unternehmen gegenwärtig einen neuen Vorstand. clearvise hat ihre Guidance für 2025 bestätigt, und wir haben unsere Schätzungen für 2025E im Lichte der 9M-Zahlen etwas gesenkt. Nachdem Vorständin Leue-Bahns die Kostensenkungen in einer Online-Präsentation genauer beziffert hat, haben wir unsere Gewinnprognosen für 2026E und die Folgejahre erhöht. Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt weiterhin ein Kursziel von €2,40. Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung (Kurspotenzial: 69%).

**EBITDA-Wachstum trotz Umsatzstagnation** Obwohl der 9M-Umsatz aufgrund schwacher Windverhältnisse leicht rückläufig war, steigerte clearvise das EBITDA um 8% J/J und das bereinigte EBITDA um 3% auf €19,1 Mio. Hauptgrund dafür waren höhere sonstige betriebliche Erträge aufgrund von Erstattungen für abgeregelte Stromproduktion. (€3,8 Mio. versus €1,9 Mio. in 9M/24). Die abgeregelte Stromproduktion im Gegenwert von ca. €3 Mio. wurde nicht verumsatzt, sondern über die Erstattungen in den sonstigen betrieblichen Erträgen ausgewiesen. Die aufgrund der wachsenden Assetbasis gestiegenen Abschreibungen führten zu einem um 9% J/J gesunkenen EBIT von €5,5 Mio. Höhere Finanzaufwendungen ergaben ein leicht negatives Konzernergebnis von €-0,5 Mio. nach €1,7 Mio. im Vorjahr (vgl. Abbildung 1 auf der nächsten Seite).

(b.w.)

## FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Umsatz (€ Mio.)	65,2	44,8	36,1	39,1	48,2	49,1
Jährliches Wachstum	98,2%	-31,2%	-19,5%	8,2%	23,5%	1,9%
EBIT (€ Mio.)	30,4	13,5	6,6	8,9	13,2	14,3
EBIT-Marge	46,7%	30,1%	18,3%	22,7%	27,3%	29,1%
Jahresübers. (€ Mio.)	21,3	5,0	0,7	-1,5	2,7	3,9
EPS (verwässert) (€)	0,34	0,07	0,01	-0,02	0,04	0,05
DPS (€)	0,00	0,00	0,06	0,05	0,05	0,06
FCF (€ Mio.)	21,9	14,8	-19,4	-33,8	21,1	31,0
Nettoverschuldungsgrad	112,9%	79,4%	105,0%	138,8%	134,1%	122,3%
Liquide Mittel (€ Mio.)	77,7	48,0	24,6	7,8	14,2	21,4

## 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 Q3/25 hatte das operative Portfolio eine Kapazität von ca. 371 MW. Unternehmenssitz ist Frankfurt am Main.

## HANDELDATEN

Stand: 26. Nov 2025

Schlusskurs	€ 1,42
Aktien im Umlauf	75,36 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 107,00 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 1,37 / 1,75
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	19.274

Multiples	2024	2025E	2026E
KGV	147,7	n.a.	40,1
EV/Sales	7,6	7,1	5,7
EV/EBIT	41,8	31,2	21,0
Div.-Rendite	4,2%	3,5%	3,5%

## KURSÜBERSICHT



## UNTERNEHMENDATEN

Stand: 30. Sep 2025

Liquide Mittel	€ 14,22 Mio.
Kurzfristige Vermögenswerte	€ 35,69 Mio.
Immaterielle Vermögenswerte	€ 0,09 Mio.
Bilanzsumme	€ 415,32 Mio.
Kurzfristige Verbindlichkeiten	€ 27,89 Mio.
Eigenkapital	€ 154,73 Mio.

## AKTIONÄRSSTRUKTUR

Tion Renewables GmbH	38,5%
Free Float	61,5%

**Abbildung 1: 9M-Zahlen versus Schätzungen**

in € Mio.	9M-25A	9M-25E	Delta	9M-24A	Delta
Umsatz	27,4	27,8	-2%	27,5	0%
EBITDA	19,1	19,9	-4%	17,7	8%
Marge	69,7%	71,6%		64,6%	
AEBITDA	19,1	19,9	-4%	18,5	3%
Marge	69,9%	71,6%		67,5%	
EBIT	5,5	6,7	-18%	6,0	-9%
Marge	20,1%	24,1%		21,9%	
Nettoergebnis	-0,5	0,9	-	1,7	-
Marge	-1,8%	3,2%		6,0%	
EPS (verw ässert, in €)	-0,01	0,01	-	0,02	-

Quelle: First Berlin Equity Research, clearvise AG

**Umstieg auf YieldCo – geringfügiger Portfoliozuwachs noch durch Fertigstellung angefangener Projekte** Auch wenn die Umstellung des Geschäftsmodells auf eine YieldCo dazu führen wird, dass nicht mehr das Wachstum, sondern eine kontinuierliche Dividendausschüttung aus dem Bestandsportfolio in den Fokus tritt, werden bereits angefangene Projekte noch fertig gestellt. Dies wird die Asset-Basis weiter wachsen lassen. So wurde im September der Windpark Weilrod 2 (18,6 MW) vollständig in Betrieb genommen. Das 17 MW Agri-PV-Projekt Triticum in Bayern soll noch vor Jahresende in Betrieb gehen. In Italien hat clearvise in das 4,1 MW PV-Projekt Tezze investiert, dessen Inbetriebnahme für 2026 vorgesehen ist. Für zwei weitere italienische Solarprojekte (insgesamt 14,1 MW) erwartet clearvise die Umweltgenehmigung bis zum Jahresende. Insgesamt hat das operativ tätige Portfolio eine Kapazität von 371 MW, neben dem im Bau befindlichen Agri-PV-Projekt (17 MW) besteht noch eine gesicherte Projektpipeline an Projekten in Entwicklung von 101 MW. Außerdem hat clearvise ein Vorkaufsrecht für 5 Windpark-Repowering-Projekte (ca. 65 MW - 70 MW). Dabei handelt es sich um Windparks im eigenen Bestand, für die ein Repowering vorgesehen ist.

**Bilanz spiegelt gestiegene Asset-Basis wieder** Die Sachanlagen stiegen um 14% auf €374 Mio., nachdem der PV-Park Chassiecq (36 MW) im April und der Windpark Weilrod (19 MW) im September in Betrieb genommen wurden. Die Kredite für diese und andere Projekte erklären die um 23% auf €183 Mio. gestiegenen langfristigen Finanzverbindlichkeiten (vgl. Abbildung 2 auf der nächsten Seite). Die Nettoverschuldung erhöhte sich um 31% auf €221 Mio. Das Eigenkapital sank hauptsächlich aufgrund der Dividende auf €155 Mio. Zusammen mit der Bilanzausweitung um 10% führte dies zu einer Senkung der EK-Quote auf 37,3%, was für einen Betreiber von Grünstromassets weiterhin ein hoher Wert ist.

## Abbildung 2: Bilanzentwicklung

in € Mio.	9M-25A	2024A	Delta
Sachanlagen	374,1	327,7	14%
<b>Anlagevermögen insgesamt</b>	<b>379,6</b>	<b>331,6</b>	<b>14%</b>
Liquide Mittel	14,2	24,6	-42%
<b>Umlaufvermögen insgesamt</b>	<b>35,7</b>	<b>44,5</b>	<b>-20%</b>
Eigenkapital	154,7	159,7	-3%
<i>Eigenkapitalquote</i>	<i>37,3%</i>	<i>42,5%</i>	<i>-5,2 PP</i>
Finanzverbindlichkeiten, kurzfr.	17,6	18,2	-3%
Finanzverbindlichkeiten, langfr.	183,0	148,9	23%
Leasingverbindlichkeiten, kurzfr.	1,2	1,1	14%
Leasingverbindlichkeiten, langfr.	33,1	25,3	31%
Nettoverschuldung	220,7	169,0	31%
<i>Net Gearing (Nettoverschuldung/EK in %)</i>	<i>143%</i>	<i>106%</i>	<i>+37 PP</i>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>415,3</b>	<b>376,2</b>	<b>10%</b>

Quelle: First Berlin Equity Research, clearvise AG

**Operativer Cashflow steigt um 43% J/J** Der operative Cashflow belief sich nach neun Monaten auf €18,0 Mio. und lag damit 43% über dem Vorjahreswert (vgl. Abbildung 3). Der hohe Mittelabfluss aus Investitionstätigkeit (-€39,0 Mio.) ist auf den Kauf von La Chatre sowie Investitionskosten für Triticum, Chassiecq und Weilrod 2 zurückzuführen. Der Mittelzufluss aus Finanztätigkeit (€19,4 Mio.) geht hauptsächlich auf eine Nettokreditaufnahme zurück. Der Nettocashflow belief sich auf €-1,7 Mio.

## Abbildung 3: Kapitalflussrechnung

in € Mio.	9M-25A	9M-24A
Operativer Cashflow	18,0	12,7
Cashflow Investitionstätigkeit	-39,0	-14,7
Cashflow Finanzierungstätigkeit	19,4	-9,9
Netto-Cashflow	-1,7	-11,9

Quelle: First Berlin Equity Research, clearvise AG

**Umstellung des Geschäftsmodells auf Yieldco spart ca. 20% der Kosten** CEO Leue-Bahns erwartet durch den Dienstleistungsvertrag mit Tion und den Personalabbau Kosteneinsparungen von jährlich €1 Mio. bei steigender Tendenz.

**Abbau der Finanzverbindlichkeiten senkt Zinsbelastung** Für Ende 2025E geht clearvise von Finanzverbindlichkeiten in Höhe von ca. €205 Mio. aus. Bis 2030 sollen diese um €92 Mio. auf €113 Mio. sinken. Entsprechend werden die Zinsaufwendungen in den nächsten Jahren spürbar zurückgehen.

**Von Wachstum zu Sicherheit** Auch wenn die gesicherte Projektpipeline 101 MW umfasst und damit weiteres Wachstum möglich ist, zielt die Yieldco-Strategie auf verlässliche und gut planbare Dividendenausschüttungen. Ca. 74% des Portfolios verfügen über sichere Einspeisevergütungen oder vertragliche Regelungen, die netzbedingte Abregelungen oder negative Strompreise kompensieren. Für die nächsten 12 Jahre liegt der abgesicherte Strompreis bei ungefähr 76 €/MWh.

**Attraktive Dividende** Für 2024 zahlte clearvise eine Dividende von €0,06 pro Aktie, was einer Dividendenrendite von ca. 4% entspricht. Für dieses und nächstes Jahr ist eine Dividende von mindestens €0,05 pro Aktie vorgesehen und ab 2027 €0,06. Für 2029 plant clearvise eine Dividende von €0,07 pro Aktie und für 2030 von €0,10. Damit dürfte sich die Dividende innerhalb von sechs Jahren ungefähr verdoppeln.

**Guidance bestätigt** clearvise hat ihre Guidance für 2025 bestätigt (vgl. Abbildung 4). Nach neun Monaten erreichte die Stromproduktion 335 GWh (9M/24: 351 GWh, -5% J/J). Unter Berücksichtigung der abgeregelten, aber dennoch vergüteten Mengen hätte die Produktion bei rund 361 GWh gelegen. Auf Basis dieses Werts müssten in Q4 168 GWh produziert werden, um den unteren Rand der Stromproduktions-Guidance zu erreichen. Das ist zwar nicht ausgeschlossen (bisheriger Quartalshöchstwert in diesem Jahr waren 115 GWh in Q3), setzt aber sehr gute Windverhältnisse voraus. Entscheidender ist, ob das Unternehmen seine AEBITDA-Prognose erfüllen kann. Das 9M-AEBITDA belief sich auf €19,1 Mio. Um den unteren Guidance-Rand zu erreichen, müsste das Q4-EBITDA bei €8,0 Mio. liegen, was wir für erreichbar halten.

**Abbildung 4: Guidance für 2025**

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

Quelle: First Berlin Equity Research, clearvise AG

**Schätzungen nach 9M-Zahlen angepasst** Wir haben unsere Schätzungen für 2025E nach den 9M-Zahlen nach unten revidiert und unterstellen nunmehr ein AEBITDA in Höhe von €27,2 Mio. (vgl. Abbildung 5), was in der Nähe des unteren Guidancerandes liegt. Nachdem CEO Leue-Bahns in einer Online-Präsentation die zukünftige Kostenstruktur der Yieldco und den Abbau der Finanzverschuldung genauer erläutert hat, haben wir unsere Kostenschätzungen für 2026E und die Folgejahre weiter abgesenkt. Außerdem haben wir die Erweiterung des Portfolios um die PV-Anlage Tezze berücksichtigt.

**Abbildung 5: Änderung der Schätzungen**

Alle Zahlen in € Mio.	2025E			2026E			2027E		
	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta
Umsatz	41,5	39,1	-6%	47,9	48,2	1%	48,6	49,1	1%
AEBITDA	27,9	27,2	-2%	31,9	33,0	4%	33,4	33,6	1%
Marge	67,1%	69,7%		66,5%	68,5%		68,7%	68,4%	
Jahresüberschuss	1,1	-1,5	-	0,9	2,7	190%	2,5	3,9	59%
Marge	2,5%	-3,8%		1,9%	5,5%		5,1%	8,0%	
EPS (verw ässert) in €	0,01	-0,02	-	0,01	0,04	190%	0,03	0,05	59%

Quelle: First Berlin Equity Research

**Kaufempfehlung bestätigt bei unverändertem Kursziel** Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt weiterhin ein Kursziel von €2,40. Die Aktie notiert gegenwärtig ca. 30% unter ihrem Eigenkapitalbuchwert. Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung.

## BEWERTUNGSMODELL

### DCF Bewertungsmodell\*

Alle Angaben in tsd. EUR	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
Nettoumsatz	39.050	48.230	49.130	50.112	50.932	51.581	52.050	52.333
NOPLAT	7.056	11.262	12.384	14.033	14.226	14.847	15.489	16.031
+ Abschreibungen	18.354	19.870	19.318	18.641	17.852	17.093	16.365	15.665
= Operativer Cashflow (netto)	25.410	31.133	31.702	32.673	32.078	31.940	31.853	31.696
- Gesamte Investitionen (Capex und WC)	-59.173	-10.030	-653	-1.148	-1.294	-1.376	-1.454	-1.527
Capex	-58.575	-9.646	-491	-1.116	-1.204	-1.290	-1.372	-1.451
Working Capital	-598	-384	-162	-32	-90	-86	-81	-76
= Freier Cashflow (FCF)	-33.763	21.103	31.049	31.525	30.784	30.564	30.400	30.169
<b>GW der FCFs</b>	<b>-33.608</b>	<b>20.060</b>	<b>28.185</b>	<b>27.325</b>	<b>25.482</b>	<b>24.161</b>	<b>22.948</b>	<b>21.746</b>

### in Tsd EUR

GWs der FCFs explizite Periode (2025E-2050E)	350.369
GWs der FCFs in der Terminalperiode	0
Unternehmenswert (EV)	350.369
+ Nettokasse / - Nettoverbindl. (pro forma)	-167.559
+ Investitionen / Anteile Dritter	0
Shareholder Value	182.810
Verwässerte Aktienanzahl (tsd)	76.005
<b>Fairer Wert je Aktie (in €)</b>	<b>2,41</b>

WACC	4,7%
Eigenkapitalkosten	7,7%
Fremdkapitalkosten (vor Steuern)	4,2%
Normaler Steuersatz	26,0%
Fremdkapitalkosten (nach Steuern)	3,1%
EK-Anteil	35,0%
FK-Anteil	65,0%
<b>Kursziel (in €)</b>	<b>2,40</b>

\* aus Layoutgründen werden nur die Jahre bis 2032 gezeigt, das Modell reicht aber bis 2050

## GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Alle Angaben in tsd. EUR	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>Umsatz</b>	<b>65.159</b>	<b>44.841</b>	<b>36.083</b>	<b>39.050</b>	<b>48.230</b>	<b>49.130</b>
Herstellungskosten	-283	-471	0	0	0	0
<b>Bruttogewinn</b>	<b>64.876</b>	<b>44.370</b>	<b>36.083</b>	<b>39.050</b>	<b>48.230</b>	<b>49.130</b>
Personalkosten	-1.521	-1.588	-2.282	-2.950	-150	-150
Sonstige betriebliche Erträge	509	6.673	2.460	4.420	1.447	983
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-15.694	-15.673	-13.643	-13.310	-16.495	-16.360
<b>EBITDA</b>	<b>48.171</b>	<b>31.898</b>	<b>22.619</b>	<b>27.210</b>	<b>33.033</b>	<b>33.602</b>
Abschreibungen & Amortisation	-17.743	-18.407	-16.020	-18.354	-19.870	-19.318
<b>EBIT</b>	<b>30.428</b>	<b>13.491</b>	<b>6.599</b>	<b>8.856</b>	<b>13.162</b>	<b>14.284</b>
Nettofinanzergebnis	-4.090	-7.005	-4.744	-8.533	-8.593	-8.445
<b>EBT</b>	<b>26.338</b>	<b>6.486</b>	<b>1.855</b>	<b>323</b>	<b>4.569</b>	<b>5.839</b>
Steuern (inkl. sonstiger Steuern)	-5.021	-1.533	-1.132	-1.800	-1.900	-1.900
Minderheitsbeteiligungen	0	0	1	0	0	0
<b>Nettogewinn/-verlust</b>	<b>21.317</b>	<b>4.953</b>	<b>724</b>	<b>-1.477</b>	<b>2.669</b>	<b>3.939</b>
<b>EPS (verwässert)</b>	<b>0,34</b>	<b>0,07</b>	<b>0,01</b>	<b>-0,02</b>	<b>0,04</b>	<b>0,05</b>
<b>AEBITDA</b>	<b>50.350</b>	<b>30.275</b>	<b>23.412</b>	<b>27.210</b>	<b>33.033</b>	<b>33.602</b>
<hr/>						
<b>Kennzahlen</b>						
Bruttomarge	99,6%	98,9%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
EBITDA-Marge	73,9%	71,1%	62,7%	69,7%	68,5%	68,4%
AEBITDA-Marge	77,3%	67,5%	64,9%	69,7%	68,5%	68,4%
EBIT-Marge	46,7%	30,1%	18,3%	22,7%	27,3%	29,1%
Nettomarge	32,7%	11,0%	2,0%	-3,8%	5,5%	8,0%
Steuersatz	19,1%	23,6%	61,0%	557,0%	41,6%	32,5%
<hr/>						
<b>Ausgaben in % vom Umsatz</b>						
Personalkosten	2,3%	3,5%	6,3%	7,6%	0,3%	0,3%
Abschreibungen & Amortisation	27,2%	41,0%	44,4%	47,0%	41,2%	39,3%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	24,1%	35,0%	37,8%	34,1%	34,2%	33,3%
<hr/>						
<b>Jährliches Wachstum</b>						
Gesamtumsatz	98,2%	-31,2%	-19,5%	8,2%	23,5%	1,9%
EBITDA	120,6%	-33,8%	-29,1%	20,3%	21,4%	1,7%
Operatives Ergebnis	947,4%	-55,7%	-51,1%	34,2%	48,6%	8,5%
Nettogewinn/-verlust	n.m.	-76,8%	-85,4%	n.m.	n.m.	47,6%

## BILANZ

Alle Angaben in tsd. EUR	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>Vermögen</b>						
<b>Umlaufvermögen, gesamt</b>	<b>90.376</b>	<b>61.498</b>	<b>44.527</b>	<b>28.442</b>	<b>35.919</b>	<b>43.273</b>
Liquide Mittel	77.665	47.990	24.576	7.821	14.167	21.410
Kurzfristige Investitionen	27	438	280	280	280	280
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	6.201	5.177	4.144	4.814	5.946	6.057
Vorräte	232	0	0	0	0	0
Sonstige Forderungen	6.251	7.163	15.526	15.526	15.526	15.526
<b>Anlagevermögen, gesamt</b>	<b>360.969</b>	<b>301.588</b>	<b>331.645</b>	<b>371.866</b>	<b>361.642</b>	<b>342.815</b>
Sachanlagen	352.576	291.461	327.749	367.970	357.746	338.919
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
<b>Aktiva</b>	<b>451.345</b>	<b>363.086</b>	<b>376.172</b>	<b>400.308</b>	<b>397.561</b>	<b>386.088</b>
<b>Eigenkapital und Verbindlichkeiten</b>						
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt</b>	<b>71.480</b>	<b>40.221</b>	<b>27.335</b>	<b>25.828</b>	<b>25.173</b>	<b>37.461</b>
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	3.745	4.493	4.442
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	3.231	3.231	3.985
<b>Langfristige Verbindlichkeiten, gesamt</b>	<b>223.917</b>	<b>163.751</b>	<b>189.112</b>	<b>219.998</b>	<b>219.006</b>	<b>195.826</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten	176.376	122.952	148.935	205.144	204.152	180.972
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
<b>Anteile Dritter</b>	<b>0</b>	<b>7</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>6</b>
<b>Eigenkapital</b>	<b>155.948</b>	<b>159.107</b>	<b>159.720</b>	<b>154.476</b>	<b>153.377</b>	<b>152.794</b>
Gezeichnetes Kapital	75.356	75.356	75.356	75.356	75.356	75.356
Kapitalrücklage	44.752	44.752	44.752	44.752	44.752	44.752
Gewinnrücklagen	35.841	38.999	39.612	34.368	33.269	32.687
<b>Passiva</b>	<b>451.345</b>	<b>363.086</b>	<b>376.172</b>	<b>400.308</b>	<b>397.561</b>	<b>386.088</b>
<b>Kennzahlen</b>						
Current ratio (x)	1,26	1,53	1,63	1,10	1,43	1,16
Quick ratio (x)	1,26	1,53	1,63	1,10	1,43	1,16
Nettoverbindlichkeiten	176.082	126.385	167.633	214.450	205.708	186.872
Nettoverschuldungsgrad	112,9%	79,4%	105,0%	138,8%	134,1%	122,3%
Eigenkapitalquote	34,6%	43,8%	42,5%	38,6%	38,6%	39,6%
Buchwert je Aktie (in €)	2,46	2,11	2,12	2,05	2,04	2,03
Return on Equity (ROE)	13,7%	3,1%	0,5%	-1,0%	1,7%	2,6%
Return on Investment (ROI)	4,7%	1,4%	0,2%	-0,4%	0,7%	1,0%
Return on Assets (ROA)	6,4%	3,4%	1,6%	1,9%	3,0%	3,3%
Return on Capital employed (ROCE)	9,5%	4,1%	2,0%	2,4%	3,5%	3,9%

## CASHFLOWRECHNUNG

Alle Angaben in tsd. EUR	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>EBIT</b>	<b>30.428</b>	<b>13.491</b>	<b>6.599</b>	<b>8.856</b>	<b>13.162</b>	<b>14.284</b>
Abschreibungen	17.743	18.407	16.020	18.354	19.870	19.318
<b>EBITDA</b>	<b>48.171</b>	<b>31.898</b>	<b>22.619</b>	<b>27.210</b>	<b>33.033</b>	<b>33.602</b>
Veränderungen Working Capital	0	0	0	-598	-384	-162
Sonstiges (Rückstellungen, etc.)	1.511	-16.607	-7.813	-1.800	-1.900	-1.900
<b>Operativer Cashflow</b>	<b>49.682</b>	<b>15.291</b>	<b>14.806</b>	<b>24.812</b>	<b>30.749</b>	<b>31.540</b>
Investitionen in Sachanlagen	-27.792	-449	-34.045	-58.575	-9.646	-491
Investitionen in immaterielle Vermögenswerte	0	0	-114	0	0	0
<b>Freier Cashflow</b>	<b>21.890</b>	<b>14.842</b>	<b>-19.353</b>	<b>-33.763</b>	<b>21.103</b>	<b>31.049</b>
Akquisitionen und Verkäufe	-27.155	9.905	5.554	0	0	0
Andere Investitionen	0	-245	0	0	0	0
<b>Cashflow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-54.947</b>	<b>9.211</b>	<b>-28.605</b>	<b>-58.575</b>	<b>-9.646</b>	<b>-491</b>
Cashflow aus FK-Finanzierung, netto	23.641	-54.465	-8.612	21.530	-10.989	-20.039
Cashflow aus EK-Finanzierung, netto	37.116	0	0	0	0	0
Gezahlte Dividenden	0	0	0	-4.521	-3.768	-3.768
Sonstige Finanzierung	-1.025	-987	-1.002	0	0	0
<b>Cashflow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>59.732</b>	<b>-55.452</b>	<b>-9.614</b>	<b>17.009</b>	<b>-14.757</b>	<b>-23.807</b>
FOREX & sonstige Effekte	0	0	0	0	0	0
<b>Veränderung der liquiden Mittel</b>	<b>54.467</b>	<b>-30.950</b>	<b>-23.414</b>	<b>-16.755</b>	<b>6.346</b>	<b>7.243</b>
Cash am Anfang der Periode	23.198	77.665	47.990	24.576	7.821	14.167
<b>Cash zum Ende der Periode</b>	<b>77.665</b>	<b>46.715</b>	<b>24.576</b>	<b>7.821</b>	<b>14.167</b>	<b>21.410</b>
<b>EBITDA je Aktie (in €)</b>	<b>0,76</b>	<b>0,42</b>	<b>0,30</b>	<b>0,36</b>	<b>0,44</b>	<b>0,45</b>
<b>Operativer Cashflow je Aktie</b>	<b>0,78</b>	<b>0,20</b>	<b>0,20</b>	<b>0,33</b>	<b>0,41</b>	<b>0,42</b>

### Jährliches Wachstum

Operativer Cashflow	168,6%	-69,2%	-3,2%	67,6%	23,9%	2,6%
Freier Cashflow	717,9%	-32,2%	n.m.	n.m.	n.m.	47,1%
EBITDA je Aktie	88,0%	-44,2%	-29,1%	20,3%	21,4%	1,7%

## 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 MDStV  
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 27. November 2025 um 09:58 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 Interessenkonflikte 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 offen zu legen, 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 clearvise 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 getätigter 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;

First Berlin F.S.B. Investment-Beratungsgesellschaft mbH (im Folgenden FBIB), ein Unternehmen der First Berlin Gruppe, hält einen Anteil von unter 0,5% der Aktien des Unternehmens, das in dieser Analyse gecovert wird. Der Analyst unterliegt bezüglich seiner Empfehlung keinerlei Restriktionen und ist daher unabhängig. Damit ergibt sich unserer Meinung nach kein Interessenkonflikt.

In Bezug auf die Finanzanalysen clearvise 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: BESONDRE VERHALTENSREGELN BEI DER ERBRINGUNG VON ANLAGEBERATUNG UND FINANZPORTFOLIOVERWALTUNG; VERORDNUNGSERMÄCHTIGUNG, 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	Aktuelle Marktkapitalisierung (in €)	1	2
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 platzt 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...37	↓	↓	↓	↓
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	28. April 2025	€ 1,68	Buy	€ 2,90
44	15. Mai 2025	€ 1,68	Buy	€ 2,90
45	21. August 2025	€ 1,65	Buy	€ 2,40
46	Heute	€ 1,42	Buy	€ 2,40

**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 INFORMATIONSQUELLEN**

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. Prämisse für Schätzungen und Prognosen, sowie die Sichtweise des Erstellers auf solche Prämisse, 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.**