

23. Februar 2024  
Research-Update

# SMC Research

## Small and Mid Cap Research



**Mehrfacher Gewinner**  
der renommierten  
Refinitiv Analyst Awards

## clearvise AG

Nach lukrativem Verkauf liegt der  
Fokus jetzt wieder auf Wachstum

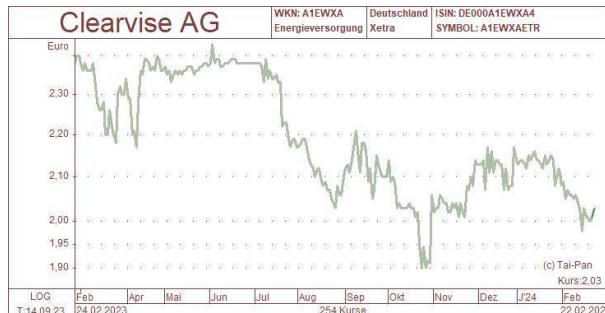
Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 2,01 € | Kursziel: 3,10 € (zuvor: 3,30 €)

**Analyst:** Dipl.-Kfm. Holger Steffen  
sc-consult GmbH, Alter Steinweg 46, 48143 Münster

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

**Telefon:** +49 (0) 251-13476-93  
**Telefax:** +49 (0) 251-13476-92  
**E-Mail:** kontakt@sc-consult.com  
**Internet:** www.sc-consult.com

# Aktuelle Entwicklung



## Stammdaten

<b>Sitz:</b>	Frankfurt
<b>Branche:</b>	Stromerzeugung
<b>Mitarbeiter:</b>	15
<b>Rechnungslegung:</b>	HGB
<b>Ticker:</b>	ABO:GR
<b>ISIN:</b>	DE000A1EWXA4
<b>Kurs:</b>	2,01 Euro
<b>Marktsegment:</b>	Freiverkehr
<b>Aktienzahl:</b>	75,4 Mio. Stück
<b>Market Cap:</b>	151,6 Mio. Euro
<b>Enterprise Value:</b>	273,0 Mio. Euro
<b>Freefloat:</b>	70,5 %
<b>Kurs Hoch/Tief (12 M):</b>	2,50 / 1,59 Euro
<b>Ø Umsatz (Xetra, 12 M):</b>	36,8 Tsd. Euro

## Produktion steigt um 8 Prozent

Die Stromproduktion von clearvise hat im letzten Geschäftsjahr um 8 Prozent auf 533,6 MWh zugelegt. Wachstumstreiber war dabei der Ausbau der Kapazitäten im Bereich Photovoltaik, dessen Output infolgedessen um 11,5 Prozent auf 125,3 MWh zugelegt hat. Aber auch die Stromerzeugung mit Windkraftanlagen lag mit 403,4 MWh um 6,8 Prozent über dem Vorjahreswert, obwohl die beiden finnischen Windparks nach dem Abschluss des Verkaufs Mitte Oktober (siehe unten) keinen Beitrag mehr geleistet haben. Die Gesellschaft hat damit genau die Mitte der mit dem Geschäftsbericht kommunizierten Zielspanne für die Produktion, die sich auf 513 bis 555 MWh belaufen hatte, erreicht. Das heißt, dass die Anlagen den Normwert unter durchschnittlichen Bedingungen getroffen bzw. – bereinigt um den Effekt der Verkäufe in Finnland – sogar leicht übertroffen haben.

## Zwei Verkäufe

Der Abschluss des Verkaufs der beiden finnischen Windparks mit einer Kapazität von 29,7 MW an Nuveen Infrastructure wurde am 19. Oktober gemeldet. Damit hat sich clearvise aus dem finnischen

GJ-Ende: 31.12.	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Umsatz (Mio. Euro)	36,4	32,9	64,0	43,8	39,9	45,2
EBITDA (Mio. Euro)	27,7	21,8	47,9	34,6	25,2	28,8
JÜ (Mio. Euro)	2,4	-3,3	11,6	4,5	-3,2	-8,7
EpS (Euro)	0,05	-0,06	0,15	0,05	-0,03	-0,09
Dividende je Aktie (Euro)	0,02	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Umsatzwachstum	10,2%	-9,8%	94,7%	-31,5%	-9,0%	13,2%
Gewinnwachstum	-	-	-	-61,7%	-	-
KUV	4,16	4,61	2,37	3,46	3,80	3,35
KGV	64,1	-	13,0	34,0	-	-
KCF	5,9	8,2	3,1	5,4	7,8	8,8
EV / EBITDA	9,9	12,5	5,7	7,9	10,8	9,5
Dividendenrendite	1,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Markt zurückgezogen, da das Management andere Märkte als attraktiver einstuft. Die Veräußerung war gemäß den Angaben, die zur Vereinbarung der Transaktion gemeldet wurden, sehr lukrativ und könnte für einen Ergebnisbeitrag von bis zu 8,3 Mio. Euro gesorgt haben. Davon waren rund 2,5 Mio. Euro zunächst von aufschiebenden Bedingungen abhängig, von denen per Mitte Oktober schon ein Teil erfüllt war, so dass ein siebenstelliger Teilbetrag dieser bedingten Summe bereits gesichert werden konnte. Ebenfalls einen Exit vollzogen hat clearvise im Bereich Biogas, in dem eine kleine, ältere Anlage mit einer Kapazität von 0,8 MW betrieben wurde. Da die Sicherstellung eines rentablen Betriebs die Managementkapazitäten unverhältnismäßig beansprucht hat und eine Expansion in diesem Segment nicht im Fokus von clearvise liegt, wurde die Anlage an ein Unternehmen der WELTEC Holding veräußert. Zu den finanziellen Modalitäten wurden keine Angaben gemacht, die Auswirkungen auf die Jahresresultate dürften aber überschaubar sein.

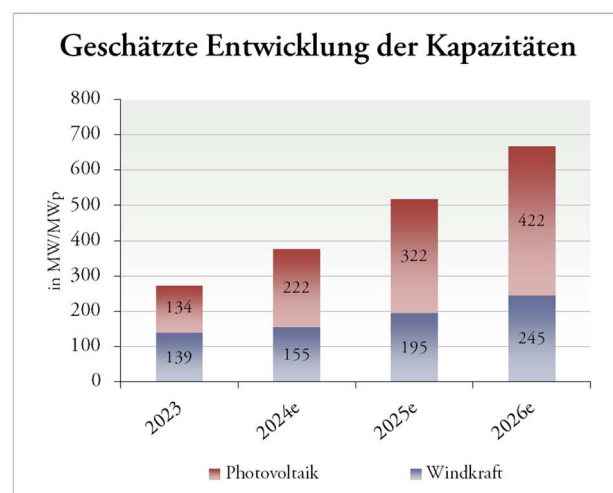
### Jahresschätzungen leicht modifiziert

Für das Jahr 2023 hatten wir zuletzt einen Umsatz von 46,8 Mio. Euro und ein EBITDA von 37,6 Mio. Euro geschätzt und dabei einen Ertrag aus der Finnland-Transaktion in Höhe von 7 Mio. Euro unterstellt. Nach einem deutlichen Wachstum der Produktion in den ersten neun Monaten lag der Output im Schlussquartal allerdings unter Vorjahr (-5,4 Prozent), was neben den entfallenden Beiträgen aus Finnland auf niedrigere Beiträge aus Irland (-8,4 Prozent) und aus dem PV-Bereich (-26,2 Prozent) zurückzuführen war, was durch eine starke Entwicklung vor allem der Windstromerzeugung in Deutschland (+47,4 Prozent) nicht vollständig kompensiert werden konnte. Daraus ergibt sich für unsere Schätzungen Anpassungsbedarf, weswegen wir den Umsatz für 2023 nun auf 43,8 Mio. Euro und das EBITDA auf 34,6 Mio. Euro taxieren.

### Ausbau der Kapazitäten

Per Mitte 2023 betrug die Liquidität des clearvise-Konzerns bereits rund 64 Mio. Euro, wovon ein substanzieller Teil für weitere Investitionen zum Ausbau des Portfolios zur Verfügung steht. Durch die hohen

Zuflüsse aus der Veräußerung der finnischen Windparks hat sich der finanzielle Spielraum noch einmal deutlich erweitert. Ein neuer Schwerpunkt der Expansion soll nun der italienische Markt werden, der als dritter Kernmarkt neben Deutschland und Frankreich eingestuft wurde. Im Rahmen einer Kooperation mit einem erfahrenden Projektentwickler im Rahmen des clearPARTNERS-Modells hat sich das Unternehmen in Italien den Zugriff auf fünf PV-Freiflächenprojekte mit einer Plan-Kapazitäten von ca. 125 MWp gesichert. Der Bau und die Inbetriebnahme sind für 2025/26 anvisiert. Bereits in der Umsetzung befindet sich ein Solarpark in Frankreich mit einer Kapazität von 36,4 MWp, der ebenfalls in Rahmen einer Entwicklungskooperation realisiert wird und voraussichtlich noch im laufenden Jahr den Betrieb aufnimmt. Eine weitere Kapazitätserweiterung um 9MW wird im laufenden Jahr zudem am Solarpark Klettwitz (bislang: 90 MWp) umgesetzt, wobei diese ausschließlich durch eine Umstellung der Parksteuerung auf eine dynamische Einspeisung erzielt wird. Darüber hinaus befinden sich zwei neue Solarparks in Deutschland im Bau (mit rd. 53 MWp), auf die clearvise ein Zugriffsrecht hat. Weitere Parks, insbesondere in Frankreich, sind im Planungsstadium, zudem arbeitet das Unternehmen am Repowering und der Erweiterung bestehender Windparks.



Schätzungen SMC-Research

### Expansionspfad überarbeitet

Aus den jüngsten Meldungen des Unternehmens wird ersichtlich, dass der Fokus der Wachstumsstrategie im

Mio. Euro	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029	12 2030
Umsatzerlöse	43,8	39,9	45,2	57,0	61,2	63,0	64,5	62,1
Umsatzwachstum		-9,0%	13,2%	26,1%	7,3%	3,0%	2,4%	-3,8%
<b>EBITDA</b>	<b>34,6</b>	<b>25,2</b>	<b>28,8</b>	<b>39,6</b>	<b>43,1</b>	<b>45,0</b>	<b>46,4</b>	<b>44,7</b>
EBIT	10,7	2,8	3,5	10,7	10,9	16,4	18,3	16,9
Steuersatz	20,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	2,1	0,7	0,9	2,7	2,7	4,1	4,6	5,1
<b>NOPAT</b>	<b>8,5</b>	<b>2,1</b>	<b>2,6</b>	<b>8,0</b>	<b>8,2</b>	<b>12,3</b>	<b>13,7</b>	<b>11,8</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	23,9	22,4	25,3	28,8	32,3	28,6	28,0	27,8
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,5	0,9	1,2	1,4	1,5	1,1	1,1	1,1
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Operativer Brutto Cashflow</b>	<b>33,0</b>	<b>25,4</b>	<b>29,1</b>	<b>38,3</b>	<b>42,0</b>	<b>42,0</b>	<b>42,9</b>	<b>40,7</b>
- Zunahme Net Working Capital	-0,7	-0,6	-0,5	-0,6	-0,5	-0,3	-0,3	-0,3
- Investitionen AV	30,0	-68,3	-203,5	-185,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Free Cashflow</b>	<b>62,3</b>	<b>-43,5</b>	<b>-175,0</b>	<b>-147,3</b>	<b>41,5</b>	<b>41,7</b>	<b>42,5</b>	<b>40,4</b>

Moment klar auf Kooperationen mit kleineren Projektentwicklern ausgerichtet ist, da sich hier deutlich attraktivere Renditen erzielen lassen. Der Kauf von Bestandsanlagen ist wegen vergleichsweise niedriger Renditen hingegen etwas in den Hintergrund getreten und wird derzeit nur opportunistisch bei guten Gelegenheiten verfolgt. Das Wachstum über Entwicklungskooperationen nimmt allerdings mehr Zeit in Anspruch. Zudem wird die Expansion finanzierungsseitig erschwert, da das gestiegene Zinsniveau ebenfalls eine Fokussierung auf Vorhaben mit höheren Renditen erfordert. Wir haben daher unser Expansionsmodell für die Gesellschaft angepasst und den Ausbaupfad reduziert (siehe Abbildung). Für das Jahr 2026 erwarten wir nun ein Portfolio von 667 MW/MWp, bislang lag unsere Taxe bei 918 MW/MWp. Trotzdem erwarten wir damit eine Ausweitung um fast 400 MW/MWp innerhalb von drei Jahren. Opportunistische Zukäufe von Bestandsanlagen sind weiter möglich, wir haben diese in unserem Modell aber für den Moment nur noch in geringem Umfang angesetzt und den Fokus auf Entwicklungsprojekte gelegt.

## Umsatzwachstum ab 2025

Sofern keine größeren Zukäufe von Bestandsanlagen erfolgen, wird im laufenden Jahr der Verkauf der fin-

nischen Windparks zu einem Rückgang der Erlöse führen – die neuen Solarparks (in Frankreich, ggf. auch in Deutschland) werden zwar schon einen Betrag leisten, der aber zur Kompensation noch nicht ausreicht. Wir taxieren die diesjährigen Erlöse jetzt auf 39,9 Mio. Euro und das EBITDA auf 25,2 Mio. Euro. In den nächsten Jahren wird der Umsatz mit dem unterstellten Portfolioausbau – trotz erster auslaufender Einspeisetarife – aber voraussichtlich deutlich zunehmen. Für das Jahr 2026 erwarten wir jetzt Erlöse in Höhe von 57 Mio. Euro, was ein EBITDA von 39,6 Mio. Euro ermöglichen sollte. Die Tabelle oben auf dieser Seite enthält die aus unseren Schätzungen abgeleiteten wichtigsten Cashflow-Kennzahlen bis 2030. Weitere Details bietet der Anhang.

## Rahmenparameter unverändert

Wir kalkulieren weiter mit einem Fremdkapitalzins von 4,5 Prozent und mit Eigenkapitalkosten in Höhe von 6,9 Prozent (mit: sicherer Zins 2,5 Prozent, Marktisikoprämie 5,8 Prozent, Beta 0,75). Außerdem haben wir einen durchschnittlichen Fremdkapitalanteil im Planungszeitraum von 75 Prozent und einen Steuersatz für das Tax-Shield von 30 Prozent unterstellt. Daraus ergeben sich gewichtete Kapitalkosten (WACC) von 4,1 Prozent. Für den Terminal Value arbeiten wir weiterhin mit einem geschätzten So-

ckelumsatz und einer ewigen Wachstumsrate von 1,0 Prozent.

### **Kursziel: 3,10 Euro**

Aus diesen Annahmen resultiert ein fairer Wert von 3,06 Euro je Aktie, woraus wir 3,10 Euro als Kursziel ableiten. Die Reduktion gegenüber unserer letzten Taxe (3,30 Euro) resultiert aus der Anpassung der

Schätzungen für 2023 sowie der Reduktion des weiteren Wachstumspfades. Das Prognoserisiko stufen wir auf einer Skala von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) mit vier Punkten weiterhin als leicht überdurchschnittlich ein, da unser Modell nicht nur auf der – gut kalkulierbaren – Produktion aus dem Bestand beruht, sondern auf hypothetischer Basis auch umfangreiche Zukäufe bis Ende 2026 umfasst.

## Fazit

---

clearvise hat zwei Windparks in Finnland mit einem Gewinn von voraussichtlich mindestens 7 Mio. Euro verkauft und zudem die einzige Biogasanlage im Portfolio veräußert. Das Unternehmen hat jetzt einen großen finanziellen Spielraum für den weiteren Ausbau der Kapazitäten, der vor allem im clearPARTNERS-Modell über Kooperationen mit kleineren Projektentwicklern erfolgen soll. Auf diesem Weg können deutlich höhere Renditen als mit dem Kauf von Bestandsanlagen erzielt werden.

Eine solche Partnerschaft wurde im Dezember für den italienischen Markt abgeschlossen, die den Zugriff auf fünf Solarparks mit insgesamt ca. 125 MWp sichert, deren Bau und Inbetriebnahme für 2025/26 vorgesehen sind.

Wir rechnen nach den erfolgten Verkäufen jetzt wieder mit einem dynamischen Ausbau des Portfolios, haben den von uns unterstellten Expansionspfad aber an die Marktbedingungen (höhere Zinsen, niedrigere Renditen von Bestandsobjekten) angepasst und insgesamt abgesenkt.

Infolgedessen ist unser Kursziel von zuvor 3,30 Euro auf 3,10 Euro etwas gesunken, bietet aber nach wie vor ein sehr attraktives Aufwärtspotenzial für die Aktie, die aus unserer Sicht die Wertsteigerungen von PV- und Windanlagen nicht adäquat widerspiegelt. Unser Urteil lautet daher weiterhin „Buy“.

# Anhang I: SWOT-Analyse

## Stärken

- clearvise verfügt über ein diversifiziertes Portfolio aus Wind- und Solarparks mit einer Kapazität von über 270 MW, das hohe freie Cashflows generiert.
- Garantierte Einspeisevergütungen liefern noch für knapp neun Jahre eine gut kalkulierbare Erlösbasis.
- Die breite Pipeline, die insb. aus Entwicklungsprojekten mit Partnern besteht, stellt eine starke Basis für das weitere Wachstum dar.
- Sehr erfahrenes und in der Branche gut vernetztes Management.
- Schlanke und kosteneffiziente Strukturen.
- Mit einer konservativen Abschreibungspolitik wurden signifikante stille Reserven aufgebaut.

## Chancen

- Eine starke Finanzposition, der hohe Cashflow aus dem Bestand und die große Pipeline sichern die geplante Expansion sehr gut ab.
- Das erfolgreich etablierte Partnermodell und das Repowering von Bestandsprojekten bieten die Chance auf überdurchschnittliche Renditen.
- Der Trend zur Elektrifizierung verschiedener Bereiche (Mobilität, Heizen mit Wärmepumpen) dürfte zu einem höheren Strombedarf führen und könnte im Trend steigende Preise bewirken.
- Die Verbesserung der Diversifikation des Portfolios, etwa durch Investments in Photovoltaik, und eine steigende installierte Leistung werden am Markt üblicherweise mit einer höheren Bewertung je Megawatt belohnt.
- Großaktionär TION könnte nach dem Wechsel des Hauptaktionärs und der Strategie seinen clearvise-Anteil perspektivisch aufstocken.

## Schwächen

- Die Produktion des Windparkportfolios, das bis 2020 aufgebaut wurde, lag in den letzten Jahren meist unter dem geschätzten Normwert.
- Negative Abweichungen der Windverfügbarkeit oder der Sonneneinstrahlung von den Planwerten können nicht anderweitig kompensiert werden.
- Die Bestandshaltung im Bereich der Stromerzeugungskapazitäten wird üblicherweise stark fremdfinanziert, bei clearvise lag die EK-Quote zuletzt bei 30 Prozent.
- Die begrenzte Anlagenlaufzeit und das Auslaufen von garantierten Einspeisevergütungen erfordern stetige Zukäufe für nachhaltiges Wachstum.

## Risiken

- Die Realisierung neuer Wind- und Solarparks wird nach wie vor von Lieferengpässen verzögert, was das Wachstumstempo von clearvise bremst.
- Das gestiegene Zinsniveau erschwert den Portfolioausbau. Sollten die Zinsen wider Erwarten weiter steigen, sind nur noch sehr renditestarke Objekte attraktiv.
- Das insgesamt unterdurchschnittliche Windaufkommen in den letzten Jahren könnte ein Hinweis auf negative klimatische Veränderungen darstellen.
- clearvise investiert seit 2021 auch in Solarparks. Es muss sich erst noch zeigen, ob die neuen Objekte die geschätzten Normwerte erreichen.
- Größere Zukäufe sind nur mit zusätzlicher Eigenkapitalakquise zu stemmen, was insbesondere in turbulenten Börsenphasen schwierig sein könnte.

# Anhang II: Bilanz- und GUV-Prognose

## Bilanzprognose

Mio. Euro	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	266,9	213,0	258,9	437,1	593,3	561,0	532,4	504,4	476,6
1. Immat. VG	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9
2. Sachanlagen	261,8	207,9	253,8	432,0	588,2	555,9	527,3	499,3	471,4
II. UV Summe	86,0	64,9	73,6	57,4	49,5	44,9	38,2	31,7	23,1
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	104,9	109,4	117,5	142,4	165,8	162,4	161,0	160,3	157,8
II. Rückstellungen	9,8	10,3	11,2	12,3	13,7	15,3	16,4	17,5	18,5
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	174,6	108,6	149,5	271,4	382,1	350,8	319,4	288,0	256,6
2. Kurzfristiges FK	69,0	54,9	59,6	73,6	86,4	82,8	79,2	75,6	71,9
<b>BILANZSUMME</b>	<b>358,3</b>	<b>283,2</b>	<b>337,8</b>	<b>499,8</b>	<b>648,2</b>	<b>611,3</b>	<b>576,0</b>	<b>541,4</b>	<b>505,0</b>

## GUV-Prognose

Mio. Euro	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Umsatzerlöse	64,03	43,84	39,90	45,18	56,97	61,16	62,96	64,50	62,05
EBITDA	47,88	34,60	25,17	28,79	39,56	43,13	44,99	46,35	44,69
EBIT	25,31	10,67	2,78	3,50	10,73	10,88	16,38	18,31	16,87
EBT	18,69	7,03	-1,11	-5,38	-2,86	-2,23	4,59	7,60	7,25
JÜ (vor Ant. Dritter)	11,62	4,45	-3,21	-8,67	-7,21	-3,41	1,27	3,28	4,05
JÜ	11,62	4,45	-3,21	-8,67	-7,21	-3,41	1,27	3,28	4,05
EPS	0,15	0,05	-0,03	-0,09	-0,06	-0,03	0,01	0,02	0,03
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,02	0,03	0,05	0,06

## Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

### Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
CF operativ	48,24	31,82	23,69	26,64	36,53	43,58	43,11	43,33	42,67
CF aus Investition	-55,88	30,00	-68,28	-203,53	-185,00	0,00	0,00	0,00	0,00
CF Finanzierung	62,12	-83,64	52,71	160,16	140,05	-48,69	-50,09	-50,18	-51,58
Liquidität Jahresanfa.	23,20	77,67	55,85	63,98	47,25	38,83	33,72	26,74	19,89
Liquidität Jahresende	77,67	55,85	63,98	47,25	38,83	33,72	26,74	19,89	10,98

### Kennzahlen

Prozent	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Umsatzwachstum	94,7%	-31,5%	-9,0%	13,2%	26,1%	7,3%	3,0%	2,4%	-3,8%
EBITDA-Marge	74,8%	78,9%	63,1%	63,7%	69,4%	70,5%	71,4%	71,9%	72,0%
EBIT-Marge	39,5%	24,3%	7,0%	7,7%	18,8%	17,8%	26,0%	28,4%	27,2%
EBT-Marge	29,2%	16,0%	-2,8%	-11,9%	-5,0%	-3,7%	7,3%	11,8%	11,7%
Netto-Marge	18,1%	10,2%	-8,0%	-19,2%	-12,6%	-5,6%	2,0%	5,1%	6,5%



# Impressum & Disclaimer

---

## Impressum

### *Herausgeber*

sc-consult GmbH  
Alter Steinweg 46  
48143 Münster  
Internet: [www.sc-consult.com](http://www.sc-consult.com)

Telefon: +49 (0) 251-13476-94  
Telefax: +49 (0) 251-13476-92  
E-Mail: [kontakt@sc-consult.com](mailto:kontakt@sc-consult.com)

### *Verantwortlicher Analyst*

Dipl.-Kfm. Holger Steffen

### *Charts*

Die Charts wurden mittels Tai-Pan ([www.lp-software.de](http://www.lp-software.de)) erstellt.

## Disclaimer

### *Rechtliche Angaben (§85 WpHG, MAR und Delegierte Verordnung (EU) 2016/958 der Kommission zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 596/2014)*

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der Finanzanalyse ist die sc-consult GmbH mit Sitz in Münster, die derzeit von den beiden Geschäftsführern Dr. Adam Jakubowski und Dipl.-Kfm. Holger Steffen vertreten wird. Die sc-consult GmbH untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, D-60439 Frankfurt und Graurheindorfer Strasse 108, D-53117 Bonn.

### *1) Interessenkonflikte*

Im Rahmen der Erstellung der Finanzanalyse können Interessenkonflikte auftreten, die im Folgenden detailliert aufgeführt sind:

- 1) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag des Unternehmens entgeltlich erstellt
- 2) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag von Dritten entgeltlich erstellt
- 3) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung dem Auftraggeber bzw. dem Unternehmen vorgelegt
- 4) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung aufgrund einer Anregung des Auftraggebers bzw. des Unternehmens inhaltlich geändert (wobei die sc-consult GmbH zu einer solchen Änderung nur aufgrund sachlich berechtigter Einwände bereit ist, die die Qualität der Studie betreffen)

- 5) Die sc-consult GmbH unterhält mit dem Unternehmen, das Gegenstand der Finanzanalyse ist, über das Research hinausgehende Auftragsbeziehungen (z.B. Investor-Relations-Dienstleistungen)
- 6) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person halten zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Aktien von dem Unternehmen oder derivative Instrument auf die Aktie
- 7) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettoverkaufsposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde.
- 8) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettokaufposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde
- 9) Der Emittent hält zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Anteile von über 5 % an der sc-consult GmbH
- 10) Die sc-consult GmbH hat die Aktie in ein von ihr betreutes Musterdepot aufgenommen

Im Rahmen der Erstellung dieser Finanzanalyse sind folgende Interessenskonflikte aufgetreten: 1), 3), 10)

Die sc-consult GmbH hat im Rahmen der Compliance-Bestimmungen Strukturen und Prozesse etabliert, die die Identifizierung und die Offenlegung möglicher Interessenkonflikte sicherstellen. Der verantwortliche Compliance-Beauftragte für die Einhaltung der Bestimmung ist derzeit der Geschäftsführer Dipl.-Kfm. Holger Steffen (Email: holger.steffen@sc-consult.com)

## *II) Erstellung und Aktualisierung*

Die vorliegende Finanzanalyse wurde erstellt von: Dipl.-Kfm. Holger Steffen

An der Erstellung der vorliegenden Finanzanalyse hat mitgewirkt: -

Die vorliegende Analyse wurde am 22.02.2024 um 17:50 Uhr fertiggestellt und am 23.02.2024 um 8:15 Uhr veröffentlicht.

Die sc-consult GmbH verwendet bei der Erstellung ihrer Finanzanalysen ein fünfgliedriges Urteilsschema hinsichtlich der Kurserwartung in den nächsten zwölf Monaten. Außerdem wird das jeweilige Prognoserisiko in einer Range von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) quantifiziert. Die Urteile lauten dabei:

Strong Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als unterdurchschnittlich (1 bis 2 Punkte) ein.
Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als durchschnittlich (3 bis 4 Punkte) ein.
Speculative Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als überdurchschnittlich (5 bis 6 Punkte) ein.
Hold	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments stabil bleibt (zwischen -10 und +10 Prozent). Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert. Außerdem ist eine Einstufung als "Hold" vorgesehen, wenn wir ein Kurspotenzial von mehr als 10 Prozent sehen, aber explizit genannte temporäre Faktoren gegen eine kurzfristige Realisierung des Kurspotenzials sprechen.
Sell	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent nachgibt. Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert.

Die erwartete Kursänderung bezieht sich auf den aktuellen Aktienkurs des analysierten Unternehmens. Bei diesem und allen anderen in der Finanzanalyse angegebenen Aktienkursen handelt es sich um XETRA-Schlusskurse des letzten Handelstages vor der Veröffentlichung. Falls das Wertpapier nicht auf Xetra gehandelt wird, wird der Schlusskurs eines anderen öffentlichen Handelsplatzes herangezogen und dies gesondert vermerkt.

Die im Rahmen der Urteilsfindung veröffentlichten Kursziele für die analysierten Unternehmen werden mit gängigen finanzmathematischen Verfahren berechnet, in erster Linie mit der Methodik der Free-Cashflow-Diskontierung (DCF-Methode), dem Sum-of-Parts-Verfahren sowie der Peer-Group-Analyse. Die Bewertungsverfahren werden von den volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen, insbesondere von der Entwicklung der Marktzinsen, beeinflusst.

Das aus dieser Methodik resultierende Urteil spiegelt die aktuellen Erwartungen wider und kann sich in Abhängigkeit von unternehmensindividuellen oder volkswirtschaftlichen Änderungen jederzeit ändern.

Ausführlicheren Erläuterungen der von SMC-Research verwendeten Modelle finden sich unter:

<http://www.smc-research.com/impressum/modellerlaeuterungen>

Eine Übersicht der Empfehlungen, die von SMC-Research in den letzten 12 Monaten erstellt und verbreitet wurden, findet sich unter: <http://www.smc-research.com/publikationsuebersicht>

In den letzten 24 Monaten hat die sc-consult folgende Finanzanalysen zu dem in dieser Studie analysierten Unternehmen veröffentlicht:

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
14.09.2023	Buy	3,30 Euro	1), 3)
04.08.2023	Buy	3,30 Euro	1), 3)
19.05.2023	Buy	3,25 Euro	1), 3)
13.04.2023	Buy	3,40 Euro	1), 3)
30.03.2023	Buy	3,40 Euro	1), 3), 4)
11.01.2023	Buy	3,70 Euro	1), 3), 4)
14.09.2022	Buy	3,90 Euro	1), 3)
11.08.2022	Buy	3,80 Euro	1), 3)
19.07.2022	Buy	4,10 Euro	1), 3), 4)
09.06.2022	Buy	4,00 Euro	1), 3), 4)
21.03.2022	Buy	3,90 Euro	1), 3), 4)

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: zwei Updates und drei Comments

Die Veröffentlichungstermine der Finanzanalysen stehen zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht verbindlich fest.

#### *Haftungsausschluss*

Herausgeber der Studie ist die sc-consult GmbH. Die Herausgeberin übernimmt keinerlei Gewähr für die Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten in der Analyse. Die vorliegende Studie wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung. Die Analyse dient ferner ausschließlich der unabhängigen und eigenverantwortlichen Information des Lesers und stellt keineswegs eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der besprochenen Wertpapiere dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Herausgeberin für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Herausgeberin jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Es wird keine Haftung für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art übernommen, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.

#### *Copyright*

Das Urheberrecht für alle Beiträge und Statistiken liegt bei der sc-consult GmbH, Münster. Alle Rechte vorbehalten. Nachdruck, Aufnahme in Online-Dienste, Internet und Vervielfältigungen auf Datenträgern nur mit vorheriger schriftlicher Genehmigung.