



clearvise AG

Deutschland / Energieproduktion

Börsen: Düsseldorf, Hamburg, München

Bloomberg: ABO GR

ISIN: DE000A1EWXA4

Gewinnwarnung

BEWERTUNG
KURSZIEL

Aufwärtspotenzial

Risikobewertung

BUY
€ 3,30

42,2%

Low

TROTZ GEWINNWARUNG EIN KLARER KAUF

Aufgrund des sehr windschwachen Novembers hat clearvise ihre Prognose für 2021 nach unten angepasst und erwartet nunmehr ein EBIT von €2,0 - €2,3 Mio. (bisher: €4,0- €7,8 Mio.). Da sich windschwache und -starke Jahre langfristig ausgleichen sollten, sehen wir die Gewinnwarnung mit Gelassenheit. clearvise ist dieses Jahr bei der Umsetzung ihrer Wachstumsstrategie sehr gut vorangekommen und hat die Kapazität ihres Grünstromportfolios um ca. 70% von 150 MW auf 255 MW erhöht. Davon sind 199 MW bereits in Betrieb. Der Einstieg in die Photovoltaik (92 MW) wird die Ertragsschwankungen zukünftig abmildern. Für weitere 97 MW baureife Solarprojekte hat das Unternehmen Exklusivität erreicht und sich für 2025 das Ziel gesetzt, 1.000 MW Portfoliokapazität zu erreichen (750 MW im Betrieb, 250 MW in der Pipeline) Nach der im Koalitionsvertrag der zukünftigen Bundesregierung angekündigten umfangreichen Beschleunigung des Wind- und Solarkraftausbaus sehen wir für clearvise verbesserte Wachstumschancen im Heimatmarkt. Hinzu kommt das erhöhte Ertragspotenzial in Deutschland durch die hohen Börsenstrompreise. Wir senken unsere Schätzung für 2021, halten aber an unserer Sicht fest, dass clearvise ein attraktiver Wachstumswert ist, der auf soliden finanziellen Füßen steht. Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt ein leicht niedrigeres Kursziel von €3,30 (bisher: €3,40). Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung.

Niedrigere Stromproduktion führt zur Guidancesenkung Aufgrund des schwachen Windjahres dürfte die Stromproduktion des laufenden Jahres zwischen 366 - 370 GWh liegen (bisher: 389 - 415 GWh). Dies führt zu einer gesenkten Guidance: Umsatz €31,1 - €31,4 Mio. (bisher: €34,4 - €38,4 Mio), EBITDA €20,2 - €20,5 Mio. (bisher: €23,3 - €27,4 Mio.) und EBIT €2,0 - €2,3 Mio. (bisher: €4,0 - €7,8 Mio. (vgl. Abbildung 1 auf der nächsten Seite).

(b.w.)

FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Umsatz (€ Mio.)	31,67	33,08	36,45	31,10	41,25	43,92
Jährliches Wachstum	19,9%	4,5%	10,2%	-14,7%	32,6%	6,5%
EBIT (€ Mio.)	6,47	6,78	9,13	2,00	8,70	8,49
EBIT-Marge	20,4%	20,5%	25,1%	6,4%	21,1%	19,3%
Jahresübers. (€ Mio.)	-1,28	-0,40	2,37	-4,91	1,03	0,36
EPS (verwässert) (€)	-0,03	-0,01	0,05	-0,09	0,02	0,01
DPS (€)	0,01	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
FCF (€ Mio.)	11,84	22,84	25,64	-35,22	-4,76	3,66
Nettoverschuldungsgrad	416,9%	379,5%	314,4%	266,9%	245,9%	219,4%
Liquide Mittel (€ Mio.)	14,54	14,68	17,32	19,71	20,71	29,56

RISIKEN

Unterdurchschnittliche Windbedingungen oder Sonneneinstrahlung, technische Probleme bei Grünstromanlagen, Verschlechterung der Förderbedingungen für erneuerbare Energien, Eigen- und Fremdkapitalbeschaffung.

UNTERNEHMENSPROFIL

Die clearvise AG ist Eigentümerin und Betreiberin eines europäischen Portfolios von Grünstromanlagen (Wind, Solar, Biogas). Das Unternehmen ist in Deutschland, Irland, Frankreich und Finnland aktiv. Ende 2020 lag die Gesamtkapazität bei ca. 150 MW. Unternehmenssitz ist Wiesbaden in Hessen.

HANDELSDATEN

Stand: 29. Nov 2021

Schlusskurs	€ 2,32
Aktien im Umlauf	57,40 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 133,17 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 2,16 / 2,87
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	38.376

Multiples	2020	2021E	2022E
KGV	48,0	n.a.	132,2
EV/Sales	6,6	7,8	5,9
EV/EBIT	26,5	120,9	27,8
Div.-Rendite	0,9%	0,9%	0,9%

KURSÜBERSICHT



UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 30. Jun 2021

Liquide Mittel	€ 31,91 Mio.
Kurzfristige Vermögenswerte	€ 36,50 Mio.
Immaterielle Vermögenswerte	€ 11,57 Mio.
Bilanzsumme	€ 229,10 Mio.
Kurzfristige Verbindlichkeiten	€ 18,35 Mio.
Eigenkapital	€ 57,91 Mio.

AKTIONÄRSSTRUKTUR

Pelion Green Future Alpha GmbH	18,6%
Union Invest Privatfonds GmbH	5,9%
Free Float	75,5%

Abbildung 1: Angepasste und vorherige Guidance

Zahlen in € Mio.	unterer Rand	oberer Rand
Stromproduktion (GWh)	366	370
Umsatz	31,1	31,4
EBITDA	20,2	20,5
EBITDA-Marge (in %)	65,0%	65,3%
EBIT	2,0	2,3
EBIT-Marge (in %)	6,4%	7,3%

Zahlen in € Mio. (vorherige Guidance)	unterer Rand	Ø Windjahr	oberer Rand
Stromproduktion (GWh)	389	400	415
Umsatz	34,4	37,1	38,4
EBITDA	23,3	26,2	27,4
EBITDA-Marge (in %)	67,7%	70,6%	71,4%
EBIT	4,0	6,7	7,8
EBIT-Marge (in %)	11,6%	18,1%	20,3%

Quelle: First Berlin Equity Research, clearwise AG

Ausbau des Portfolios geht weiter Lag die Portfoliokapazität zum Jahresbeginn noch bei 150 MW, beläuft sie sich gegenwärtig auf 255 MW (162 MW Wind, 92 MW PV, 1 MW Biogas); davon sind 199 MW in Betrieb und 56 MW werden 2022/23 in Betrieb genommen. Darüber hinaus hat clearwise für baureife deutsche Solarprojekte mit einer Kapazität von 97 MW mit bekannten Entwicklern Exklusivität erzielt. Bis 2025 möchte das Unternehmen die Portfoliokapazität auf 1.000 MW steigern; davon sollen 750 MW in Betrieb sein und 250 MW in der Pipeline. Die regionale Diversifizierung soll weiter steigen: Bis 2025 will clearwise in sechs bis sieben Märkten aktiv sein (bisher: Deutschland, Finnland, Frankreich, Irland).

Extraerträge durch hohe Börsenstrompreise In Deutschland wird der produzierte Grünstrom direkt über die Strombörse vermarktet. Durch den stark gestiegenen Börsenstrompreis erwirtschaftete clearwise Extraerträge, da die Strompreise für Wind- und PV-Anlagen (Monatsmarktwerte, vgl. Abbildung 2) seit September über den staatlich festgesetzten Einspeisevergütungen für die deutschen Wind- und PV-Parks von clearwise lagen. Die Einspeisevergütungen für clearvises Windparks liegen in einer Bandbreite von ca. 8,5 - 10,2 €/ct/kWh, und für die PV-Anlagen zwischen 5 und 7 €/ct/kWh. Im September und Oktober lagen die Monatsmarktwerte für Wind an Land deutlich über 10 €/ct/kWh und für PV sogar deutlich über 11 €/ct/kWh. Damit hat clearwise in diesen beiden Monaten relevante Extraerträge generiert, die die schwachen Windverhältnisse zumindest etwas abgedefert haben.

Abbildung 2: Entwicklung Börsenstrompreis und Monatsmarktwerte für Onshore-Wind und Solar Jan - Okt 2021

Alle Werte in €/ct/kWh	Jan	Feb	Mär	Apr	Mai	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt
Monatsmittelwert Stunden-kontrakte EPEX Spot (MW-EPEX)	5,282	4,87	4,716	5,361	5,335	7,408	8,137	8,27	12,837	13,949
Monatsmarktwerte MW Wind Onshore	4,645	4,361	3,395	4,353	4,134	6,33	6,808	7,253	11,754	10,982
Monatsmarktwerte MW Solar	5,543	4,499	4,105	4,551	4,187	6,864	7,409	7,681	11,715	12,804

Quelle: First Berlin Equity Research, <https://www.netztransparenz.de/EEG/Marktpraemie/Marktwerte>

Eine einfache Beispielrechnung soll das Zusammenspiel zwischen der Höhe des Marktmonatswertes und der EEG-Vergütung verdeutlichen (vgl. Abbildung 3). Solange der Marktmonatswert des an der Strombörse verkauften Grünstroms unter der EEG-Vergütung des Windparks / der PV-Anlage liegt, erhält der Grünstromproduzent eine Marktprämie, die die Vergütung auf das im EEG geregelte Niveau hebt. Beträgt die EEG-Vergütung 6 €/kWh und der Marktmonatswert an der Strombörse 4 €/kWh, erhält der Grünstromanbieter eine Marktprämie von 2 €/kWh. Der Erlös des Anlagenbetreibers liegt damit bei 6 €/kWh.

Liegt der Marktmonatswert bei 10 €/kWh und die EEG-Vergütung bei 6 €/kWh, erhält der Anlagenbetreiber keine Marktprämie, aber natürlich den an der Börse erzielten Erlös in Höhe von 10 €/kWh. Im Vergleich zur EEG-Vergütung erzielt der Anlagenbetreiber einen Extraerlös von 4 €/kWh, was in unserem Rechenbeispiel einem Plus von 67% gegenüber der EEG-Vergütung entspricht.

Abbildung 3: Welchen Betrag erhält der Grünstromproduzent?

Vereinfachte Beispielrechnungen	€/kWh
Marktmonatswert < EEG-Vergütung	
Marktmonatswert (1)	4
EEG-Vergütung (2)	6
Marktprämie = (2) - (1)	2
Marktmonatswert > EEG-Vergütung	
Marktmonatswert (1)	10
EEG-Vergütung (2)	6
Extraertrag = (1) - (2)	4

Quelle: First Berlin Equity Research

Die Beispielrechnung zeigt auf, was für ein großer Ertragshebel hohe Strompreise für die Anlagenbetreiber darstellen. Je höher der Marktmonatswert an der Börse über der EEG-Vergütung liegt, desto üppiger die Extraerträge. Betrachtet man das gegenwärtige Zuschlagsniveau der Ausschreibungen (Wind: ca. 6 €/kWh, PV: ca. 5 €/kWh), ergibt sich für Betreiber neuer Anlagen schlichtweg ca. eine Verdoppelung des Erlöses. Wir gehen zwar davon aus, dass die Strompreise nach dem Winter wieder fallen, angesichts des Atom- und Kohleausstiegs halten wir aber ein Strompreisniveau, das substanziell oberhalb der gegenwärtigen Zuschlagsniveaus liegt, für sehr wahrscheinlich. Gute Zeiten für Wind- und PV-Anlagenbetreiber!

Bilanz durch Kapitalerhöhungen deutlich gestärkt Das Eigenkapital wurde durch die beiden Kapitalerhöhungen im ersten Halbjahr wesentlich gestärkt und liegt nunmehr bei €58 Mio. Trotz der Bilanzverlängerung von €188 Mio. auf €229 Mio. erhöhte sich die Eigenkapitalquote im ersten Halbjahr 2021 von 20,6% auf 25,3%. Die über die Kapitalerhöhung eingeworbenen Mittel erhöhten die Barmittelposition von €17 Mio. auf €32 Mio. Die Nettoverschuldung blieb zum Ende des ersten Halbjahres unverändert bei €122 Mio. Damit sank das Net Gearing von 314% auf 210%. Damit verfügt clearwise über solide Bilanzkennzahlen.

Ambitionierte Ausbaupläne der zukünftigen Bundesregierung Laut Koalitionsvertrag will die zukünftige SPD/Grüne/FDP-Regierung den Anteil der erneuerbaren Energien (EE) am Stromverbrauch bis 2030 auf 80% erhöhen (bisher: 65%). Grundlage für die Berechnung des Anteils der EE ist eine deutlich höhere Stromverbrauchsprognose (680-750 TWh, bisher: 658 TWh). Damit ergibt sich ein doppelter Effekt: Der höhere Prozentsatz trifft auf eine höhere Bezugsgröße. Das macht eine starke Beschleunigung des Zubaus von Wind- und PV-Anlagen notwendig.



Im Solarbereich zielt der Koalitionsvertrag auf eine installierte Kapazität von 200 GW bis 2030. Das bisherige Ziel waren 100 GW. Bei einer Ende 2020 installierten Kapazität von 54 GW läuft dies auf einen Zubau von 146 GW bis Ende 2030 hinaus. Auf 9 Jahre verteilt (2022-2030) bedeutet dies einen durchschnittlichen jährlichen Zubau von 16 GW, das ist mehr als doppelt so viel wie in den besten Zubauzeiten 2010-12.

Im Onshore-Windbereich sollen 2% der Landesfläche für die Errichtung von Windanlagen ausgewiesen werden. Die Planungs- und Genehmigungsverfahren sollen erheblich beschleunigt werden, und die Zulassungsbehörden durch externe Projektteams wirksam entlastet werden. Der Konflikt zwischen Windkraftausbau und Artenschutz soll durch innovative technische Vermeidungsmaßnahmen entschärft werden, Abstände zu Drehfunkfeuern und Wetterradaren sollen kurzfristig reduziert werden und bei der Ausweisung von Tieffluggkorridoren soll der Windkraftausbau verstärkt berücksichtigt werden. Repowering soll ohne großen Genehmigungsaufwand möglich sein.

Insgesamt sollten diese Maßnahmen zu einer sehr deutlichen Beschleunigung des Zubaus von Wind- und Solarkraft bis 2030 führen. Das heißt für clearvise, dass jedes Jahr ein deutlich höheres Angebot an Windparks und PV-Anlagen vorhanden sein wird, was die Wachstumschancen bis 2030 erhöht.

Schätzungen für 2021 gesenkt und für die Folgejahre angepasst Wir haben unsere Prognose für 2021 angepasst und liegen nunmehr am unteren Rand der neuen Guidance. Der umfangreichere Ausbau des Solarportfolios (bisher: >80 MW, jetzt: 92 MW, FBe bisher: 82 MW) führt kurzfristig zu höheren Abschreibungen und Zinsaufwendungen. Wir senken daher unsere Ergebnisschätzungen für 2022 und 2023.

Abbildung 4: Anpassung der Schätzungen

Alle Zahlen in €Mio.	2021E			2022E			2023E		
	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta
Umsatz	35,2	31,1	-11,7%	41,0	41,2	0,7%	43,4	43,9	1,2%
EBIT	5,5	2,0	-63,5%	8,7	8,7	0,0%	9,3	8,5	-8,3%
Marge	15,6%	6,4%		21,2%	21,1%		21,3%	19,3%	
Jahresüberschuss	-1,4	-4,9	-	1,2	1,0	-10,2%	1,5	0,4	-75,7%
Marge	-4,0%	-15,8%		2,8%	2,5%		3,4%	0,8%	
EPS (verwässert) in €	-0,03	-0,09	-	0,02	0,02	-10,8%	0,02	0,01	-76,0%

Quelle: First Berlin Equity Research

DCF-Modell spiegelt Wachstumspotenzial noch nicht komplett wider Wir hatten bisher ein moderates Wachstum des Portfolios unterstellt. Weder die jetzt in der Exklusivität befindlichen 97 MW PV, noch das Ziel von 750 MW an in Betrieb befindlichen Grünstromkapazitäten bis Ende 2025 sind ausreichend berücksichtigt. Wir werden dazu das Gespräch mit dem Management suchen, unser Modell grundlegend überarbeiten und ein weiteres Update veröffentlichen.

Kaufempfehlung bei leicht gesenktem Kursziel Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt ein leicht niedrigeres Kursziel von €3,30 (bisher: €3,40). Wir bekräftigen unsere Kaufempfehlung.



BEWERTUNGSMODELL

DCF Bewertungsmodell*									
Alle Angaben in tsd. EUR									
	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	
Nettoumsatz	31.100	41.245	43.917	46.921	48.617	50.173	50.857	51.527	
NOPLAT	502	7.203	6.990	8.123	9.377	10.538	11.053	11.465	
+ Abschreibungen	18.195	22.392	25.045	26.229	26.260	26.222	26.003	25.853	
= Operativer Cashflow (netto)	18.698	29.595	32.034	34.352	35.637	36.760	37.056	37.318	
- Gesamte Investitionen (Capex und WC)	-53.914	-34.358	-28.373	-27.581	-26.848	-25.297	-25.512	-25.845	
Capex	-55.500	-32.900	-28.000	-27.160	-26.617	-25.086	-25.429	-25.764	
Working Capital	1.586	-1.458	-373	-421	-231	-210	-84	-81	
= Freier Cashflow (FCF)	-35.216	-4.763	3.662	6.771	8.789	11.463	11.543	11.473	
GW der FCFs	-35.106	-4.578	3.393	6.049	7.570	9.519	9.242	8.855	

in Tsd EUR			
GWs der FCFs explizite Periode (2021E-2035E)	61.869		
GWs der FCFs in der Terminalperiode	240.198		
Unternehmenswert (EV)	302.067		
+ Nettokasse / - Nettoverbindl. (pro forma)	-81.410		Terminales Wachstum 1,0%
+ Investitionen / Anteile Dritter	0		Terminale EBIT-Marge 29,8%
Shareholder Value	220.657		
Verwässerte Aktienzahl (tsd)	66.487		
Fairer Wert je Aktie (in €)	3,32		

WACC		Umsatzwachstum in der Terminalperiode							
		-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	
Eigenkapitalkosten	6,6%	2,97%	3,59	3,98	4,51	5,33	6,69	9,46	18,13
Fremdkapitalkosten (vor Steuern)	4,0%	3,22%	3,19	3,49	3,90	4,51	5,46	7,19	11,33
Normaler Steuersatz	25,0%	3,47%	2,83	3,07	3,40	3,85	4,54	5,69	8,03
Fremdkapitalkosten (nach Steuern)	3,0%	3,72%	2,52	2,71	2,97	3,32	3,82	4,63	6,08
EK-Anteil	20,0%	3,97%	2,24	2,40	2,60	2,87	3,25	3,83	4,79
FK-Anteil	80,0%	4,22%	2,00	2,13	2,29	2,50	2,79	3,21	3,87
Kursziel (in €)	3,30	4,47%	1,78	1,88	2,01	2,18	2,40	2,71	3,19

* aus Layoutgründen werden nur die Jahre bis 2028 gezeigt, das Modell reicht aber bis 2035



GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Alle Angaben in tsd. EUR	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Umsatz	31.670	33.081	36.447	31.100	41.245	43.917
Herstellungskosten	-386	-276	-398	-406	-410	-414
Bruttogewinn	31.284	32.806	36.050	30.694	40.836	43.504
Personalkosten	-295	-221	-304	-420	-460	-527
Sonstige betriebliche Erträge	3.018	1.569	936	467	619	659
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-8.553	-8.121	-9.003	-10.543	-9.899	-10.101
EBITDA	25.454	26.032	27.679	20.198	31.095	33.534
Abschreibungen & Amortisation	-18.980	-19.252	-18.548	-18.195	-22.392	-25.045
EBIT	6.473	6.780	9.131	2.002	8.703	8.490
Nettofinanzergebnis	-6.349	-5.803	-5.134	-5.413	-6.169	-6.633
EBT	124	977	3.997	-3.411	2.534	1.857
Steuern (inkl. sonstiger Steuern)	-1.374	-1.378	-1.631	-1.500	-1.500	-1.500
Minderheitsbeteiligungen	-27	0	0	0	0	0
Nettogewinn/ -verlust	-1.277	-401	2.366	-4.911	1.034	357
EPS (verwässert)	-0,03	-0,01	0,05	-0,09	0,02	0,01

Kennzahlen

Bruttomarge	98,8%	99,2%	98,9%	98,7%	99,0%	99,1%
EBITDA-Marge	80,4%	78,7%	75,9%	64,9%	75,4%	76,4%
EBIT-Marge	20,4%	20,5%	25,1%	6,4%	21,1%	19,3%
Nettomarge	-4,0%	-1,2%	6,5%	-15,8%	2,5%	0,8%
Steuersatz	1104,5%	141,0%	40,8%	-44,0%	59,2%	80,8%

Ausgaben in % vom Umsatz

Personalkosten	0,9%	0,7%	0,8%	1,4%	1,1%	1,2%
Abschreibungen & Amortisation	59,9%	58,2%	50,9%	58,5%	54,3%	57,0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	27,0%	24,5%	24,7%	33,9%	24,0%	23,0%

Jährliches Wachstum

Gesamtumsatz	19,9%	4,5%	10,2%	-14,7%	32,6%	6,5%
Operatives Ergebnis	99,0%	4,7%	34,7%	-78,1%	334,6%	-2,5%
Nettogewinn/ -verlust	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	-65,5%



BILANZ

Alle Angaben in tsd. EUR	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Vermögen						
Umlaufvermögen, gesamt	20.001	19.972	23.719	25.276	27.750	36.990
Liquide Mittel	14.543	14.678	17.319	19.708	20.707	29.557
Kurzfristige Investitionen	0	0	0	0	0	0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	4.658	4.478	5.310	4.516	5.989	6.377
Vorräte	119	164	204	167	168	170
Sonstige Forderungen	680	652	886	886	886	886
Anlagevermögen, gesamt	202.250	183.101	164.190	201.494	212.002	214.957
Sachanlagen	193.993	176.039	157.778	195.765	206.935	210.517
Goodwill & Immaterielle Vermögenswerte	8.005	6.832	6.201	5.519	4.857	4.230
Finanzanlagen	252	231	211	210	210	210
Sonstige Vermögenswerte	0	0	0	0	0	0
Aktiva	222.251	203.074	187.909	226.770	239.752	251.947
Eigenkapital und Verbindlichkeiten						
Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt	22.169	21.594	23.195	20.705	20.818	20.890
Zinstragende Verbindlichkeiten (kurzfristig)	18.071	17.533	18.347	15.000	15.000	15.000
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	1.572	997	912	1.667	1.684	1.701
Rückstellungen (kurzfristig)	2.168	2.384	2.686	2.686	2.686	2.686
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	358	679	1.250	1.351	1.448	1.504
Langfristige Verbindlichkeiten, gesamt	161.821	144.110	125.958	152.583	157.355	163.355
Zinstragende Verbindlichkeiten	155.967	138.956	120.818	147.443	157.118	163.118
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	5.854	5.154	5.140	5.140	237	237
Mezzanine Kapital	4.920	4.903	4.888	4.888	0	0
Anteile Dritter	0	0	0	0	0	0
Eigenkapital	38.261	37.370	38.756	53.483	61.579	67.702
Gezeichnetes Kapital	49.000	49.000	49.000	57.400	60.446	62.915
Kapitalrücklage	13.271	13.729	14.258	26.578	31.756	36.287
Gewinnrücklagen	-24.010	-25.360	-24.502	-30.494	-30.638	-31.515
Passiva	222.251	203.074	187.909	226.770	239.752	251.947
Kennzahlen						
Current ratio (x)	0,90	0,92	1,02	1,22	1,33	1,77
Quick ratio (x)	0,90	0,92	1,01	1,21	1,32	1,76
Nettoverbindlichkeiten	159.495	141.811	121.846	142.735	151.411	148.561
Nettoverschuldungsgrad	416,9%	379,5%	314,4%	266,9%	245,9%	219,4%
Eigenkapitalquote	17,2%	18,4%	20,6%	23,6%	25,7%	26,9%
Finanzverb. inkl. Mezzanine / EBITDA	7,0	6,2	5,2	8,3	5,5	5,3
Buchwert je Aktie (in €)	0,78	0,76	0,79	0,99	1,05	1,10
Return on Equity (ROE)	-3,3%	-1,1%	6,1%	-9,2%	1,7%	0,5%
Return on Investment (ROI)	-0,6%	-0,2%	1,3%	-2,2%	0,4%	0,1%
Return on Assets (ROA)	2,3%	2,7%	4,0%	0,2%	3,0%	2,8%
Return on Capital employed (ROCE)	3,1%	3,5%	5,2%	1,1%	4,2%	4,0%



CASHFLOWRECHNUNG

Alle Angaben in tsd. EUR	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
EBIT	6.473	6.780	9.131	2.002	8.703	8.490
Abschreibungen	18.980	19.252	18.548	18.195	22.392	25.045
EBITDA	25.454	26.032	27.679	20.198	31.095	33.534
Veränderungen Working Capital	-702	-798	-582	1.586	-1.458	-373
Sonstiges (Rückstellungen, etc.)	-2.664	-2.293	-1.194	-1.500	-1.500	-1.500
Operativer Cashflow	22.088	22.941	25.903	20.284	28.137	31.662
Investitionen in Sachanlagen	-10.246	-99	-262	-55.500	-32.900	-28.000
Investitionen in immaterielle Vermögenswerte	0	0	0	0	0	0
Freier Cashflow	11.842	22.842	25.641	-35.216	-4.763	3.662
Akquisitionen und Verkäufe	1.061	1.070	365	0	0	0
Andere Investitionen	9	3	0	0	0	0
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-9.176	974	103	-55.500	-32.900	-28.000
Cashflow aus FK-Finanzierung, netto	-11.356	-23.266	-22.385	17.865	3.506	-633
Cashflow aus EK-Finanzierung, netto	0	0	0	20.720	8.225	7.000
Gezahlte Dividenden	0	-490	-980	-980	-1.082	-1.178
Sonstige Finanzierung	0	0	0	0	-4.888	0
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-11.356	-23.756	-23.365	37.605	5.762	5.189
FOREX & sonstige Effekte	0	0	0	0	0	0
Veränderung der liquiden Mittel	1.556	159	2.641	2.389	999	8.851
Cash am Anfang der Periode	13.012	14.543	14.678	17.319	19.708	20.707
Cash zum Ende der Periode	14.543	14.678	17.319	19.708	20.707	29.557
EBITDA je Aktie	0,52	0,53	0,56	0,37	0,53	0,54
Operativer Cashflow je Aktie	0,45	0,47	0,53	0,38	0,48	0,51
Jährliches Wachstum						
Operativer Cashflow	28,8%	3,9%	12,9%	-21,7%	38,7%	12,5%
Freier Cashflow	-29,3%	92,9%	12,3%	n.m.	n.m.	n.m.
EBITDA je Aktie	29,3%	2,3%	6,3%	-33,9%	41,3%	3,0%

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
Mohrenstr. 34
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, Mohrenstraße 34, 10117 Berlin

Die Erstellung dieser Empfehlung wurde am 30. November 2021 um 13:47 Uhr abgeschlossen.

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

Copyright© 2021 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...12	↓	↓	↓	↓
13	12. Mai 2020	€ 2,06	Add	€ 2,20
14	2. Juni 2020	€ 2,08	Add	€ 2,20
15	14. September 2020	€ 2,02	Add	€ 2,30
16	15. Oktober 2020	€ 2,04	Add	€ 2,30
17	12. April 2021	€ 2,50	Buy	€ 3,40
18	9. Juni 2021	€ 2,70	Buy	€ 3,40
19	6. Juli 2021	€ 2,52	Buy	€ 3,40
20	14. September 2021	€ 2,36	Buy	€ 3,40
21	Heute	€ 2,32	Buy	€ 3,30

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. Prämissen für Schätzungen und Prognosen, sowie die Sichtweise des Erstellers auf solche Prämissen, unterliegen fortwährender Veränderung. Die jeweiligen Erwartungen über die zukünftige Wertentwicklung eines Finanzinstruments 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.