

clearvise AG

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

Jahresbericht 2023

BEWERTUNG

KURSZIEL

Aufwärtspotenzial
 Risikobewertung

BUY

€ 3,10

52,0%
 Low

PORTFOLIO AUF PROFITABLES WACHSTUM GETRIMMT

clearvise hat ihren Jahresbericht 2023 veröffentlicht und eine Telefonkonferenz abgehalten. Die endgültigen Zahlen entsprechen den vorläufig berichteten. Zwar gelang dem Unternehmen die Steigerung der Grünstromproduktion um 8% J/J, aber deutlich niedrigere Stromverkaufspreise führten zu einem Umsatzrückgang von 31% auf €44,8 Mio. Dies führte zu einer Halbierung des EBITs auf €15,4 Mio. und zu einem Rückgang des Nettoergebnisses um 68% auf €6,8 Mio. Damit hat clearvise ein sehr solides Ergebnis erzielt, das nach dem Ausnahmejahr 2022 die Rückkehr zu normaleren Strommarktbedingungen widerspiegelt. Für 2024 erwartet clearvise einen Umsatz in einer Bandbreite von €35,5 Mio. bis €37,1 Mio. und ein bereinigtes EBITDA zwischen €21,8 Mio. und €23,1 Mio. Basis für die Guidance sind die gesicherten Preise (Einspeisetarife und PPAs) und das Bestandsportfolio zum Jahresbeginn. Wir haben unsere Prognosen an den langsameren Ausbaupfad der Portfoliokapazität angepasst und unsere Schätzungen der Kosten und durchschnittlichen Verkaufspreise überarbeitet. Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt ein neues Kursziel von €3,10 (bisher: €3,20). Wir lekräftigen unsere Kaufempfehlung und sehen das angespannte Sentiment für Aktien im Bereich erneuerbare Energien als Einstiegschance.

Auch 2023 war ein gutes Jahr Auch wenn die guten Ergebnisse des Jahres 2023 aufgrund des Ausnahmejahres 2022 ein wenig blass wirken, sei an dieser Stelle betont, dass ein Nettogewinn von €6,8 Mio. (vgl. Abbildung 1 auf der nächsten Seite) für das noch junge clearvise-Portfolio ein sehr gutes Ergebnis ist. Auch die großen strategischen Weichenstellungen des Jahres 2023 halten wir für richtig, auch wenn dies kurzfristig zu einem Umsatz- und Ergebnisrückgang führt. Der Exit aus dem finnischen Markt schützt clearvise vor einem Rentabilitätsrisiko. Aufgrund der Kannibalisierung der Strompreise durch das starke Wachstum erneuerbarer Energien in Finnland besteht die Gefahr, dass finnische Windassets zukünftig weniger ertragreich sind. Der Verkauf der Biogasanlage, ... (b.w.)

FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Umsatz (€ Mio.)	32,88	65,16	44,84	37,94	43,90	56,46
Jährliches Wachstum	-9,8%	98,2%	-31,2%	-15,4%	15,7%	28,6%
EBIT (€ Mio.)	2,91	30,43	13,49	5,30	7,24	12,13
EBIT-Marge	8,8%	46,7%	30,1%	14,0%	16,5%	21,5%
Jahresübers. (€ Mio.)	-3,28	21,32	4,95	-4,09	-3,51	-1,25
EPS (verwässert) (€)	-0,06	0,34	0,07	-0,05	-0,04	-0,01
DPS (€)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF (€ Mio.)	2,68	21,89	14,84	-36,72	-67,99	-83,03
Nettoverschuldungsgrad	167,3%	112,9%	79,4%	110,1%	134,7%	148,7%
Liquide Mittel (€ Mio.)	23,20	77,67	47,99	24,27	22,72	41,31

RISIKEN

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

UNTERNEHMENSPROFIL

Die clearvise AG ist Eigentümerin und Betreiberin eines europäischen Portfolios von Wind- und Solaranlagen. Das Unternehmen ist in Deutschland, Irland, Frankreich und Italien aktiv. Ende 2023 hatte das Portfolio eine Kapazität von ca. 274 MW. Unternehmenssitz ist Wiesbaden in Hessen.

HANDELSDATEN

Stand: 3. Mai 2024

Schlusskurs	€ 2,04
Aktien im Umlauf	75,36 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 153,72 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 1,86 / 2,43
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	18.927

Multiples	2023	2024E	2025E
KGV	31,0	n.a.	n.a.
EV/Sales	6,3	7,4	6,4
EV/EBIT	20,9	53,1	38,9
Div.-Rendite	0,0%	0,0%	0,0%

KURSÜBERSICHT



UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 31. Dez 2023

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

AKTIONÄRSSTRUKTUR

Tion Renewables AG	18,4%
Union Invest Privatfonds GmbH	6,1%
Paladin Asset Management InvAG	5,0%
Free Float	70,5%

...die im Betrieb wesentlich aufwändiger ist als Wind- und PV-Assets, macht Ressourcen frei für den Wind- und PV-Bereich. Der Einstieg in den italienischen Markt verspricht angesichts vergleichsweise hoher Strompreise in Italien und hoher Sonneneinstrahlung profitables Wachstum.

Abbildung 1: Gewinn- und Verlustrechnung, ausgewählte Positionen

in €Mio.	2023A	2022A	Delta
Umsatz	44,8	65,2	-31%
EBITDA	33,2	48,2	-31%
Marge	74,0%	73,9%	-
AEBITDA	30,3	50,0	-39%
Marge	67,6%	76,7%	-
EBIT	15,4	30,4	-49%
Marge	34,3%	46,7%	-
Nettoergebnis	6,8	21,3	-68%
Marge	15,2%	32,7%	-
EPS	0,09	0,34	-72%

Quelle: First Berlin Equity Research, clearvise AG

Deutlich stärkere Bilanz sehr gute Basis für weitere Expansion Durch den Verkauf der finnischen Windparks und die Tilgung von Darlehen haben sich die Bilanzkennzahlen deutlich verbessert. Die Nettoverschuldung (Finanzverbindlichkeiten + Leasingverbindlichkeiten ./ Barmittel) ist um 28% J/J auf €128 Mio. zurückgegangen und die Eigenkapitalquote ist durch die Bilanzverkürzung (-20% J/J) deutlich von 34,6% auf 43,8% gestiegen (+9,2 Prozentpunkte). Außerdem profitierte das Eigenkapital von einer IFRS-bedingten Erhöhung der Lebensdauer alter Windanlagen auf 25 Jahre (+€62 Mio.). Damit liegt die Eigenkapitalquote für einen Betreiber von Grünstromanlagen jetzt auf einem sehr hohen Niveau (vgl. Abbildung 2). Mit einer Barmittelposition von €48,0 Mio., davon €43,7 Mio. ohne Verfügungsbeschränkung, verfügt clearvise auch über ausreichend Eigenmittel, um die geplante Expansion fortzusetzen. Die hohe Eigenkapitalquote erlaubt den Einsatz von mehr Fremdkapital bei neuen Projekten. Die Ziel-Eigenkapitalquote liegt laut Management bei 25%.

Abbildung 2: Bilanz, ausgewählte Positionen

in € Mio.	2023A	2022A	Delta
Sachanlagen	291,5	352,6	-17%
Anlagevermögen insgesamt	301,6	361,0	-16%
Liquide Mittel	48,0	77,7	-38%
Umlaufvermögen insgesamt	61,5	90,4	-32%
Eigenkapital	159,1	156,0	2%
<i>Eigenkapitalquote</i>	<i>43,8%</i>	<i>34,6%</i>	<i>+9,2 PP</i>
Finanzverbindlichkeiten	151,2	227,9	-34%
Leasingverbindlichkeiten	24,6	26,9	-8%
Nettoverschuldung	127,8	177,1	-28%
<i>Net Gearing (Nettoverschuldung/EK in %)</i>	<i>80,3%</i>	<i>113,6%</i>	<i>-33,3 PP</i>
Bilanzsumme	363,1	451,4	-20%

Quelle: First Berlin Equity Research, clearvise AG

Die Sachanlagen sind durch den Verkauf der finnischen Windparks und die Abschreibungen von €353 Mio. auf €292 Mio. zurückgegangen. Der Buchwert der Energieerzeugungsanlagen verringerte sich von €319 Mio. auf €252 Mio.

clearwise hat 2023 zum ersten Mal nach IFRS-Standard bilanziert und ist damit auch bei der Rechnungslegung international anschlussfähig. Wir gehen davon aus, dass clearwise dadurch für internationale Investoren – sowohl reine Finanzinvestoren als auch strategische Investoren – attraktiver geworden ist. Dass deutsche Grünstromproduzenten grundsätzlich für große Investoren attraktiv sind, hat sich im März gezeigt, als der Finanzinvestor KKR dem großen deutschen Grünstromproduzenten Encavis eine Barabfindung in Höhe von €17,50 je Aktie angeboten, was einer Prämie von 54% auf den Aktienkurs vor der Bekanntgabe des Angebots entspricht.

Positiver freier Cashflow Zwar sank der operative Cashflow im Jahresvergleich deutlich auf €16,6 Mio.; aufgrund eines Netto-Mittelzuflusses aus Investitionen und des Erwerbs/Verkaufs von Unternehmen (€9,5 Mio.) erzielte clearwise einen freien Cashflow von €26,0 Mio. Dafür ist insbesondere der Verkauf der finnischen Windparks verantwortlich. Der Finanzierungscashflow belief sich auf €-55,5 Mio. und ist wesentlich auf die Nettorückzahlung von Krediten, insbesondere die Equity-Bridge für Klettwitz-Nord, zurückzuführen. So ergab sich ein Nettocashflow von €-29,7 Mio. (vgl. Abbildung 3).

Abbildung 3: Ausgewählte Positionen der Kapitalflussrechnung

in € Mio.	2023A	2022A
Operativer Cashflow	16,6	49,7
CAPEX & Konsolidierungskreisänderungen	9,5	-55,0
Freier Cashflow	26,0	-5,3
Cashflow Investitionstätigkeit	9,2	-54,9
Cashflow Finanzierungstätigkeit	-55,5	59,7
Netto-Cashflow	-29,7	54,5

Quelle: First Berlin Equity Research, clearwise AG

Sehr gute Windbedingungen in Q4 führen zu Jahresstromproduktion von 534 GWh im Jahr 2023 clearwise steigerte die Stromproduktion 2023 um 8% J/J auf 533,6 GWh (vgl. Abbildung 4). Damit erreicht das Unternehmen genau die Mitte der für das Jahr gegebenen Guidance von 513 GWh bis 555 GWh. Die Stromproduktion liegt damit 4% über unserer Schätzung. Dies ist auf die sehr guten Windbedingungen in Q4 zurückzuführen. Obwohl die Stromproduktion der verkauften finnischen Windparks (29,7 MW) nur noch bis Mitte Oktober 2023 Berücksichtigung fand und daher lediglich 3,8 GWh betrug, lag die Windstromproduktion in Q4/23 mit 114,5 GWh nur knapp 3% unter dem Vorjahreswert.

Abbildung 4: Stromproduktion 2023 versus Vorjahr und FBe

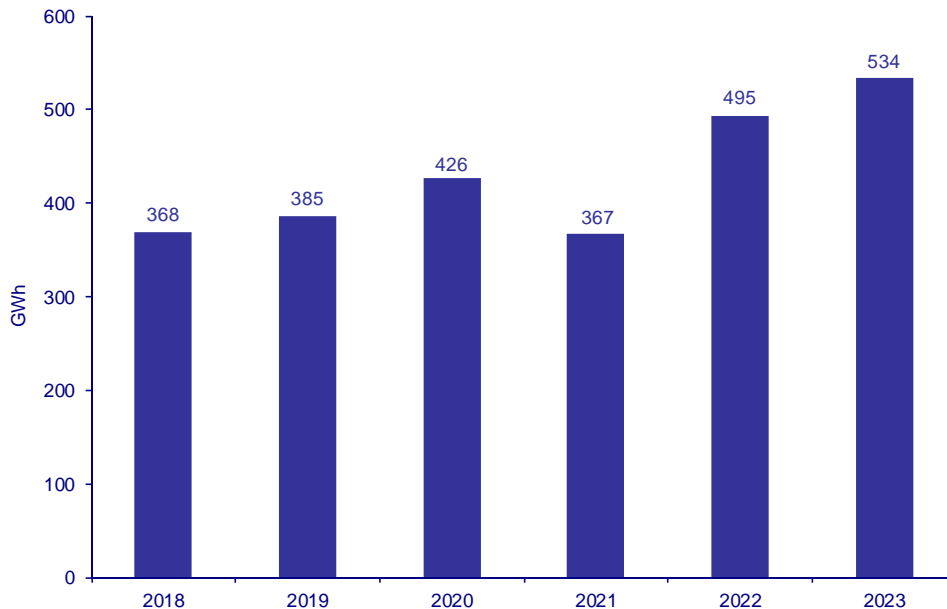
Stromproduktion in GWh	2023A	2022A	Delta	FBe 2023	Delta
Wind	403,4	375,9	7%	382,1	6%
Solar	125,3	112,4	11%	127,8	-2%
Biogas	4,9	5,0	-1%	5,3	-7%
Summe	533,6	493,3	8%	515,1	4%

Quelle: First Berlin Equity Research, clearwise AG

clearwise hat den Anteil der Solarstromproduktion an der Gesamtstromproduktion leicht von 22,8% auf 23,5% ausgebaut. Zwar hat das Unternehmen damit noch ein gutes Stück Weg bis zum selbstgesteckten Ziel eines 50%igen PV-Stromanteils zurückzulegen, aber der Verkauf der finnischen Windparks und der Biogasanlage sollten dazu führen, dass der PV-

Anteil im laufenden Jahr auf ca. 32% steigt. Abgesehen von dem schwachen Windjahr 2021 ist es clearvise in den letzten Jahren immer gelungen, die Stromproduktion zu steigern (vgl. Abbildung 5).

Abbildung 5: Entwicklung der jährlichen Stromproduktion



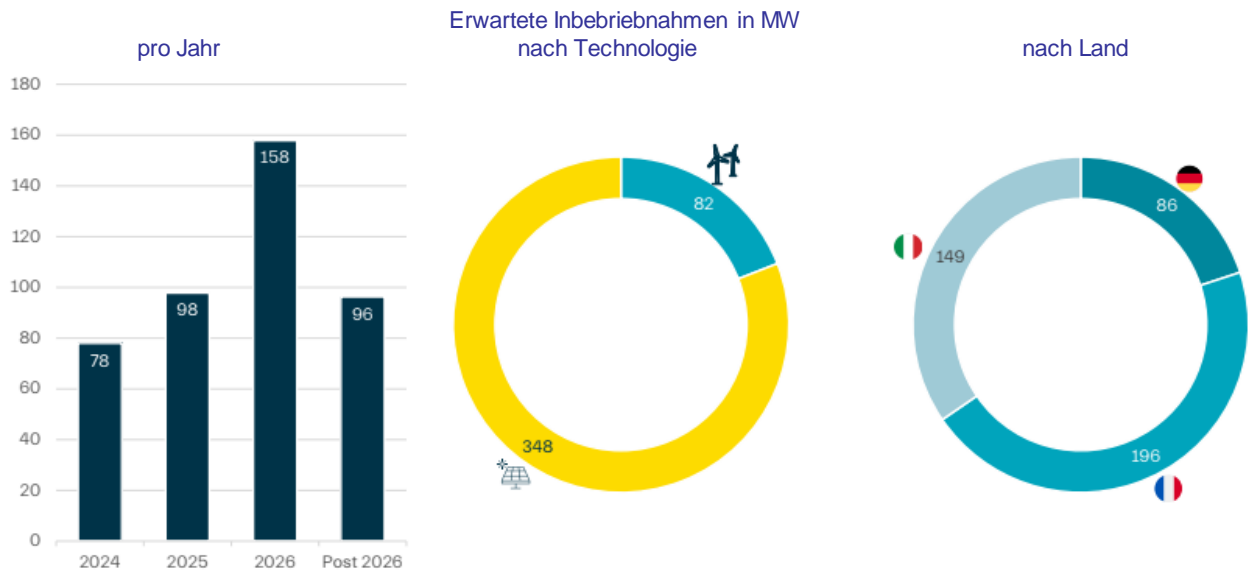
Quelle: First Berlin Equity Research, clearvise AG

Gesicherte Projektpipeline umfasst 430 MW Dieses Jahr plant clearvise, Solaranlagen mit einer Gesamtkapazität von 78 MW in Betrieb zu nehmen (vgl. Abbildung 6 auf der nächsten Seite). Nächstes Jahr soll die Portfolioerweiterung 98 MW betragen und für 2026 sind 158 MW gesichert. Auch für die Zeit nach 2026 sind bereits 96 MW gesichert. Der Großteil der Pipeline sind PV-Projekte (348 MW oder 81%), der Rest Windprojekte. Der geplante Portfolioausbau erstreckt sich auf die Länder Frankreich (169 MW oder knapp 46%), Italien (149 MW oder knapp 35%) und Deutschland (86 MW oder 22%). Angesichts des intensiven Wettbewerbs um baureife oder schlüsselfertige Wind- und PV-Parks ist es kein Wunder, dass der Großteil der gesicherten Pipeline auf der clearPARTNERS-Säule (282 MW oder 66%) ruht, also der gemeinsamen Entwicklung von Grünstromassets zusammen mit kleineren Entwicklern. Dagegen beträgt die auf der clearVALUE-Säule (Kauf baureifer bzw. operativer Assets) beruhende Pipelineanteil lediglich 86 MW bzw. 20%. Der übrige Teil (63 MW bzw. 15%) sind Windpark-Repowering-Projekte.

Der harte Wettbewerb um baureife oder schlüsselfertige Wind- und PV-Projekte hat zu einer Absenkung der internen Renditen geführt, die von Investoren verlangt werden. Da bei vielen solcher Projekte die internen Renditeanforderungen von clearvise nicht erfüllt werden, kalkulieren wir für die Jahre 2024 bis 2026 nur mit der Umsetzung der bereits gesicherten Pipeline.

Der angesprochene harte Wettbewerb hat auch dazu geführt, dass clearvise ihr ursprüngliches Ausbauziel für 2025 (750 MW operative Assets, 250 MW gesicherte Pipeline) aufgegeben hat. Wir halten diese Entscheidung für richtig, denn Umsatzwachstum ist kein Selbstzweck. Stattdessen hält das Unternehmen an seinen Renditeansprüchen fest. Das heißt: statt Wachstum um jeden Preis steht das Wachstum mit nachhaltig profitablen Projekten im Vordergrund.

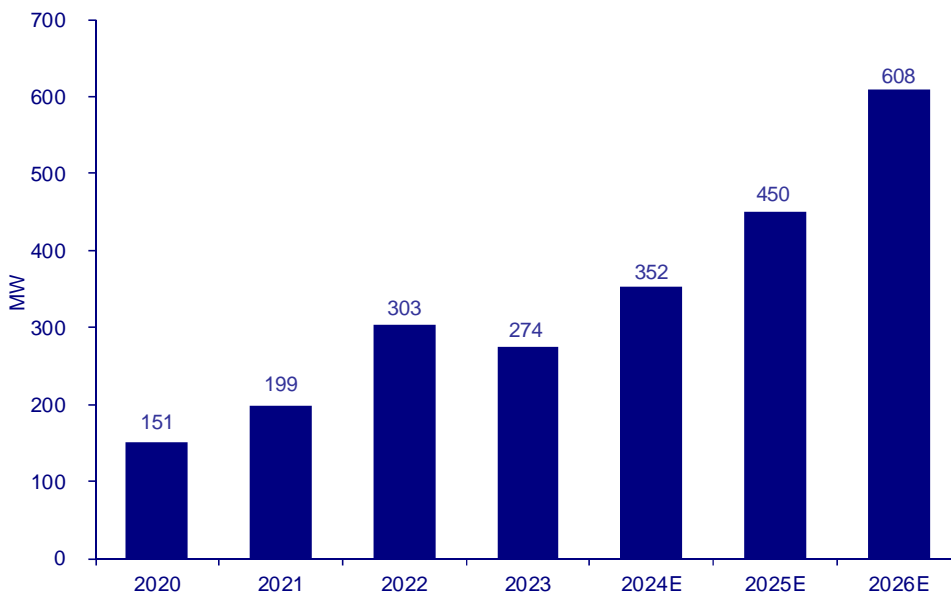
Abbildung 6: 430 MW gesicherte Projektpipeline



Quelle: First Berlin Equity Research, clearvise AG

Wird der Portfolioausbau wie oben skizziert umgesetzt, sollte das Portfolio Ende 2026 mindestens 608 MW Kapazität haben. Das wäre eine Vervielfachung in sechs Jahren (vgl. Abbildung 7).

Abbildung 7: Entwicklung der Portfoliokapazität bei Umsetzung der bisher geplanten Projekte



Quelle: First Berlin Equity Research, clearvise AG

Stromproduktion sinkt nach Portfoliobereinigung Wir unterstellen für 2024 eine Stromproduktion von 474 GWh. Die Abweichung zur Guidance (440 GWh - 460 GWh) erklärt sich daraus, dass wir den Beitrag der Anlagen, die clearvise 2024 neu zu erwerben plant (FBe: ca. 19 GWh), in unsere Prognose einbeziehen, während die Guidance von clearvise nur auf den seit Jahresbeginn operativen Assets beruht.

Abbildung 8: FB-Stromproduktionsprognose

Stromproduktion in MWh	2023	2024E
Wind	403.365	320.620
Solar	125.292	153.500
Biogas	4.929	0
Summe	533.586	474.120

Quelle: First Berlin Equity Research, clearvise AG

Niedriger durchschnittlicher Verkaufspreis pro MWh zu erwarten 2023 erzielte clearvise einen durchschnittlichen Strompreis von ca. 84 €/MWh. 2024 sollte das Unternehmen im Windbereich von den Erhöhungen der inflationsindexierten Strompreise in Frankreich und Irland profitieren. Auf der anderen Seite konnte clearvise in Deutschland 2023 von PV-Strompreisen profitieren, die über den Einspeisetarifen lagen. Wir gehen davon aus, dass dies 2024 nicht der Fall sein wird. Insgesamt unterstellen wir, dass der durchschnittliche Verkaufspreis um 5% J/J von 84 €/MWh auf 80 €/MWh sinkt (vgl. Abbildung 9).

Abbildung 9: FB-Schätzung für durchschnittlichen Stromverkaufspreis im Jahr 2024

Durchschnittl. Verkaufspreis in €/MWh	2023	2024E
Wind	86	92
Solar	73	55
Biogas	241	0
Gesamt (gewichteter Durchschnitt)	84	80

Quelle: First Berlin Equity Research

Aus Stromproduktions- und Strompreisschätzung ergibt sich unsere Umsatzprognose für 2024, die sich auf €37,9 Mio. beläuft und 15% unter dem Vorjahreswert liegt.

Abbildung 10: Umsatzprognose für 2024

Umsatz in €tsd.	2023	2024E
Wind	34.521	29.497
Solar	9.132	8.443
Biogas	1.189	0
Gesamt	44.842	37.940

Quelle: First Berlin Equity Research

Schätzungen angepasst Wir haben unsere Schätzungen überarbeitet und berücksichtigen, dass die verkaufte Biogasanlage Samswegen 2024 keinen Umsatzbeitrag leistet und nach der Umstellung der Rechnungslegung auf IFRS die Abschreibungen aufgrund der nunmehr auch für ältere Windanlagen unterstellten längeren Lebensdauer p.a. niedriger ausfallen. Ebenso haben wir die inflationsbedingten Tarifierhöhungen in Frankreich und Irland eingerechnet und unsere OPEX-Schätzungen angepasst. Wie bereits erwähnt, liegt unsere Prognose für 2024 über dem oberen Guidancerand, da wir auch den Beitrag der erwarteten Zukäufe einbeziehen.

**Abbildung 11: Guidance und FB-Schätzungen**

Zahlen in € Mio.	unterer Rand	oberer Rand	Mittelwert	FBe (neu)	FBe (alt)
Stromproduktion (GWh)	440	460	450	474	471
Umsatz	35,5	37,0	36,3	37,9	37,0
AEBITDA	21,8	23,1	22,5	23,4	24,2
AEBITDA-Marge (in %)	61,4%	62,4%	61,9%	61,6%	65,4%
EBT	./.	./.	-3,2	-2,3	-1,7

Quelle: First Berlin Equity Research, clearvise AG

Die AEBITDA-Schätzung für 2025 sinkt um 7% (höhere OPEX). Unsere Umsatz- und AEBITDA-Schätzung für 2026 haben wir konservativer gestaltet (vgl. Abbildung 12), da wir einen langsameren Ausbaupfad modellieren. Aber auch unsere neuen Schätzungen signalisieren ab 2025E ein kräftiges Umsatz- und AEBITDA-Wachstum.

Abbildung 12: Anpassung der Schätzungen

Alle Zahlen in € Mio.	2024E			2025E			2026E		
	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta
Umsatz	37,0	37,9	3%	43,6	43,9	1%	59,7	56,5	-5%
AEBITDA	24,2	23,4	-3%	29,1	27,1	-7%	41,1	36,4	-11%
Marge	65,4%	61,6%		66,7%	61,8%		68,8%	64,5%	
Jahresüberschuss	-3,5	-4,1	-	-3,2	-3,5	-	0,2	-1,3	-
Marge	-9,5%	-10,8%		-7,3%	-8,0%		0,3%	-2,2%	
EPS (verwässert) in €	-0,05	-0,05	-	-0,04	-0,04	-	0,00	-0,01	-

Quelle: First Berlin Equity Research

Weiterhin Kaufen bei leicht gesenktem Kursziel Der globale Index für erneuerbare Energieunternehmen hat seit Jahresbeginn ca. 16% verloren und spiegelt das negative Branchensentiment wider. Davon bleibt auch die clearvise-Aktie nicht unbeeinflusst. Angesichts des soliden Geschäftsmodells von clearvise, der klaren Konzentration des Managements auf Wachstum mit nachhaltig profitablen Wind- und PV-Assets und der erwarteten Rückkehr auf den Wachstumspfad im nächsten Jahr halten wir die Aktie für unterbewertet. Unser aktualisiertes DCF-Modell ergibt ein neues Kursziel von €3,10 (bisher: €3,20). Wir bekräftigen unsere Kaufempfehlung.



BEWERTUNGSMODELL

DCF Bewertungsmodell*								
Alle Angaben in tsd. EUR	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
Nettoumsatz	37.940	43.898	56.456	67.747	72.612	77.451	82.211	86.837
NOPLAT	3.499	5.442	10.233	12.603	15.364	18.091	19.966	21.727
+ Abschreibungen	18.071	19.899	24.281	30.819	31.387	31.917	32.435	32.922
= Operativer Cashflow (netto)	21.570	25.342	34.514	43.423	46.750	50.008	52.401	54.649
- Gesamte Investitionen (Capex und WC)	-58.295	-93.330	-117.546	-40.744	-40.270	-40.606	-40.609	-40.262
Capex	-58.266	-92.922	-116.686	-39.971	-39.937	-40.275	-40.283	-39.945
Working Capital	-29	-408	-860	-773	-333	-331	-326	-317
= Freier Cashflow (FCF)	-36.725	-67.989	-83.032	2.679	6.480	9.402	11.792	14.387
GW der FCFs	-35.666	-63.171	-73.810	2.278	5.272	7.318	8.781	10.250

in Tsd EUR	
GWs der FCFs explizite Periode (2024E-2038E)	-49.452
GWs der FCFs in der Terminalperiode	427.368
Unternehmenswert (EV)	377.916
+ Nettokasse / - Nettoverbindl. (pro forma)	-96.783
+ Investitionen / Anteile Dritter	0
Shareholder Value	281.133
Verwässerte Aktienzahl (tsd)	91.064
Fairer Wert je Aktie (in €)	3,09

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

WACC	4,5%
Eigenkapitalkosten	7,5%
Fremdkapitalkosten (vor Steuern)	4,0%
Normaler Steuersatz	27,0%
Fremdkapitalkosten (nach Steuern)	2,9%
EK- Anteil	35,0%
FK- Anteil	65,0%
Kursziel (in €)	3,10

		Umsatzwachstum in der Terminalperiode						
		1,25%	1,50%	1,75%	2,00%	2,25%	2,50%	2,75%
WACC	3,77%	4,46	4,84	5,30	5,89	6,68	7,78	9,42
	4,02%	3,71	3,98	4,31	4,72	5,25	5,96	6,94
	4,27%	3,08	3,28	3,52	3,81	4,18	4,65	5,27
	4,52%	2,55	2,70	2,88	3,09	3,34	3,67	4,08
	4,77%	2,10	2,21	2,34	2,49	2,68	2,90	3,18
	5,02%	1,71	1,79	1,89	2,00	2,13	2,29	2,48
	5,27%	1,37	1,43	1,50	1,58	1,68	1,79	1,92

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



GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

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



BILANZ

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



CASHFLOWRECHNUNG

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

Imprint / Disclaimer

First Berlin Equity Research

First Berlin Equity Research GmbH ist ein von der BaFin betreffend die Einhaltung der Pflichten des §85 Abs. 1 S. 1 WpHG, des Art. 20 Abs. 1 Marktmissbrauchsverordnung (MAR) und der Markets Financial Instruments Directive (MiFID) II, Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) II Durchführungsverordnung und der Markets in Financial Instruments Regulations (MiFIR) beaufsichtigtes Unternehmen.

First Berlin Equity Research GmbH is one of the companies monitored by BaFin with regard to its compliance with the requirements of Section 85 (1) sentence 1 of the German Securities Trading Act [WpHG], art. 20 (1) Market Abuse Regulation (MAR) and Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) II, Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) II Commission Delegated Regulation and Markets in Financial Instruments Regulations (MiFIR).

Anschrift:

First Berlin Equity Research GmbH

Friedrichstr. 69

10117 Berlin

Germany

Vertreten durch den Geschäftsführer: Martin Bailey

Telefon: +49 (0) 30-80 93 9 680

Fax: +49 (0) 30-80 93 9 687

E-Mail: info@firstberlin.com

Amtsgericht Berlin Charlottenburg HR B 103329 B

UST-Id.: 251601797

Ggf. Inhaltlich Verantwortlicher gem. § 6 MDSStV

First Berlin Equity Research GmbH

Ersteller: Dr. Karsten von Blumenthal, Analyst

Alle Publikationen der letzten 12 Monate wurden von Dr. Karsten von Blumenthal erstellt.

Für die Erstellung verantwortliches Unternehmen: First Berlin Equity Research GmbH, Friedrichstraße 69, 10117 Berlin

Die Erstellung dieser Empfehlung wurde am 6. Mai 2024 um 11:07 Uhr abgeschlossen.

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

Copyright© 2024 First Berlin Equity Research GmbH. Kein Teil dieser Finanzanalyse darf ohne vorherige schriftliche Genehmigung durch die First Berlin Equity Research GmbH kopiert, fotokopiert, vervielfältigt oder weiterverbreitet werden, gleich in welcher Form und durch welches Medium. Bei Zitaten ist die First Berlin Equity Research GmbH als Quelle anzugeben. Weitere Informationen sind auf Anfrage erhältlich.

ANGABEN GEM. § 85 ABS. 1 S. 1 WPHG, ART. 20 ABS. 1 DER VERORDNUNG (EU) NR. 596/2014 DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES VOM 16. APRIL 2014 ÜBER MARKTMISSBRAUCH (MARKTMISSBRAUCHSVERORDNUNG) UND GEM. ART. 37 DER DURCHFÜHRUNGSVERORDNUNG (EU) NR. 2017/565 (MIFID) II.

Die First Berlin Equity Research GmbH (im Folgenden: „First Berlin“) erstellt Finanzanalysen unter Berücksichtigung der einschlägigen regulatorischen Vorgaben, insbesondere § 85 Abs. 1 S. 1 WpHG, Art. 20 Abs. 1 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und gem. Art. 37 der Durchführungsverordnung (EU) Nr. 2017/565 (MiFID) II. Mit den nachfolgenden Erläuterungen informiert First Berlin Anleger über die gesetzlichen Vorgaben, die bei der Erstellung von Finanzanalysen zu beachten sind.

INTERESSENKONFLIKTE

Nach Art. 37 Abs. 1 der Durchführungsverordnung (EU) Nr. 2017/565 (MiFID) II und Art. 20 Abs. 1 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (MAR) müssen Wertpapierfirmen, die Finanzanalysen erstellen oder erstellen lassen, die im Anschluss unter den Kunden der Wertpapierfirma oder in der Öffentlichkeit verbreitet werden sollen oder aller Wahrscheinlichkeit nach verbreitet werden, sicherstellen, dass in Bezug auf die an der Erstellung dieser Analysen beteiligten Finanzanalysten sowie in Bezug auf andere relevante Personen, deren Aufgaben oder Geschäftsinteressen mit den Interessen der Personen, an die die Finanzanalysen weitergegeben werden, kollidieren könnten, alle in Art. 34 Abs. 2 Buchst. b) VO (EU) 2017/565 genannten Maßnahmen getroffen werden. Nach Art. 34 Abs. 3 VO (EU) 2017/565 müssen die gem. Abs. 2 Buchst. b) dieses Artikels zur Verhinderung oder Bewältigung von Interessenkonflikten festgelegten Maßnahmen und Verfahren, so ausgestaltet werden, dass die relevanten Personen, die mit den Tätigkeiten befasst sind, bei den Interessenkonflikten bestehen, diese Tätigkeiten mit dem Grad an Unabhängigkeit ausführen, der der Größe und dem Betätigungsfeld der Wertpapierfirma und der Gruppe, der die Wertpapierfirma angehört, sowie der Höhe des Risikos, dass die Interessen der Kunden geschädigt werden, angemessen ist.

Zusätzlich hat First Berlin gemäß Art. 5 der Delegierten Verordnung (EU) 2016/958 der Kommission in ihren Empfehlungen alle Beziehungen und Umstände offenzulegen, bei denen nach vernünftigem Ermessen damit gerechnet werden kann, dass sie die Objektivität der Finanzanalyse beeinträchtigen, einschließlich etwaiger Interessen oder Interessenkonflikte ihrerseits oder aufseiten aller natürlichen oder juristischen Personen, die im Rahmen eines Vertrags, einschließlich eines Arbeitsvertrags, oder anderweitig für sie tätig sind und die an der Erstellung von Finanzanalysen beteiligt waren, die ein Finanzinstrument oder den Emittenten betreffen, auf das oder den sich die Empfehlung direkt oder indirekt bezieht.

In Bezug auf die Finanzanalysen von clearwise AG bestehen die folgenden Beziehungen und Umstände, aufgrund derer vernünftigerweise erwartet werden kann, dass sie die Objektivität der Finanzanalysen beeinträchtigen könnten: Der Ersteller, First Berlin, oder ein mit First Berlin verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zur Erstellung einer Finanzanalyse getroffen, für die eine Vergütung geschuldet ist.

Darüber hinaus bietet First Berlin ein Dienstleistungsspektrum an, das über die Erstellung von Finanzanalysen hinausgeht. Obwohl First Berlin darum bemüht ist, Interessenkonflikte nach Möglichkeit zu vermeiden, kann First Berlin mit dem analysierten Unternehmen strukturell insbesondere folgende, einen potentiellen Interessenkonflikt begründende, Beziehungen haben:

- Der Ersteller, First Berlin, oder ein mit First Berlin verbundenes Unternehmen besitzt eine Netto-Long- oder Short-Position, die den Schwellenwert von 0,5 % des gesamten ausgegebenen Aktienkapitals des analysierten Unternehmens überschreitet;
- Der Ersteller, First Berlin, oder ein mit First Berlin verbundenes Unternehmen hält eine Beteiligung von mehr als 5% am Grundkapital des analysierten Unternehmens;
- Der Ersteller, First Berlin, oder ein mit First Berlin verbundenes Unternehmen hat innerhalb der letzten 12 Monate Investmentbanking- oder Beratungsleistungen für das analysierte Unternehmen erbracht, für die eine Vergütung zu entrichten war oder getätigt wurde;
- Der Ersteller, First Berlin, oder ein mit First Berlin verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zur Erstellung einer Finanzanalyse getroffen, für die eine Vergütung geschuldet ist;
- Der Ersteller, First Berlin, oder ein mit First Berlin verbundenes Unternehmen hat anderweitige bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen;

In Bezug auf die Finanzanalysen clearwise AG bestehen die folgenden der vorgenannten potenziellen Interessenkonflikte oder die in Artikel 6 Abs. 1 der Delegierten Verordnung (EU) 2016/958 der Kommission genannten potenziellen Interessenkonflikte: Der Ersteller, First Berlin, oder ein mit First Berlin verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zur Erstellung einer Finanzanalyse getroffen, für die eine Vergütung geschuldet ist.

Um mögliche Interessenkonflikte zu vermeiden und ggf. zu handhaben, verpflichten sich sowohl der Ersteller der Finanzanalyse als auch First Berlin, Wertpapiere des analysierten Unternehmens weder zu halten noch in irgendeiner Weise mit ihnen zu handeln. Die Vergütung des Erstellers der Finanzanalyse steht in keinem direkten oder indirekten Zusammenhang mit den in der Finanzanalyse vertretenen Empfehlungen oder Meinungen. Darüber hinaus ist die Vergütung des Erstellers der Finanzanalyse weder direkt an finanzielle Transaktionen noch an Börsenumsätze oder Vermögensverwaltungsgebühren gekoppelt.

ANGABEN NACH WERTPAPIERHANDELSGESETZ (WPHG) §64: BESONDERE VERHALTENSREGELN BEI DER ERBRINGUNG VON ANLAGEBERATUNG UND FINANZPORTFOLIOVERWALTUNG; VERORDNUNG SERMÄCHTIGUNG, RICHTLINIE 2014/65/EU DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES VOM 15. MAI 2014 ÜBER MÄRKTE FÜR FINANZINSTRUMENTE SOWIE ZUR ÄNDERUNG DER RICHTLINIEN 2002/92/EG UND 2011/61/EU (NEUFASSUNG) UND DIE DAZUGEHÖRIGE VERORDNUNG ÜBER MÄRKTE FÜR FINANZINSTRUMENTE (MARKETS IN FINANCIAL INSTRUMENTS REGULATION, MIFIR, VERORDNUNG (EU) NR. 600/2014

First Berlin weist darauf hin, dass sie mit der Emittentin einen Vertrag zur Erstellung von Wertpapieranalysen abgeschlossen hat und dafür von der Emittentin bezahlt wird. First Berlin stellt die Wertpapieranalyse allen interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen gleichzeitig zur Verfügung. Damit sieht First Berlin die in §64 WpHG formulierten Bedingungen für Zuwendungen, die als geringfügiger nichtmonetärer Vorteil zu werten sind, als erfüllt an.

STICHTAGE VON KURSEN

Falls nicht anders angegeben, beziehen sich aktuelle Kurse auf Schlusskurse des vorherigen Handelstages.

ABSTIMMUNG MIT DEM ANALYSIERTEN UNTERNEHMEN UND EINFLUSSNAHME

Die vorliegende Finanzanalyse basiert auf eigenen Recherchen und Erkenntnissen des Erstellers. Der Ersteller hat diese Studie ohne direkte oder indirekte Einflussnahme seitens des analysierten Unternehmens erstellt. Teile der Finanzanalyse wurden dem analysierten Unternehmen möglicherweise vor der Veröffentlichung ausgehändigt, um Unrichtigkeiten bei der Tatsachendarstellung zu vermeiden. Im Anschluss an eine solche mögliche Zurverfügungstellung wurden jedoch keine wesentlichen Änderungen auf Veranlassung des analysierten Unternehmens vorgenommen.

ANLAGEBEWERTUNGSSYSTEM

First Berlins System zur Anlagebewertung gliedert sich in eine Anlageempfehlung und eine Risikoeinschätzung.

ANLAGEEMPFEHLUNG

Die Empfehlungen, die sich nach der von First Berlin erwarteten Kursentwicklung in dem jeweils angegebenen Anlagezeitraum bestimmen, lauten wie folgt:

Kategorie		1	2
Aktuelle Marktkapitalisierung (in €)		0 - 2 Milliarden	> 2 Milliarden
Strong Buy 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...29	↓	↓	↓	↓
30	24. November 2022	€ 2,42	Buy	€ 3,70
31	31. März 2023	€ 2,30	Buy	€ 3,70
32	13. April 2023	€ 2,28	Buy	€ 3,70
33	2. August 2023	€ 2,16	Buy	€ 3,70
34	14. September 2023	€ 2,14	Buy	€ 3,70
35	10. Januar 2024	€ 2,12	Buy	€ 3,30
36	21. Februar 2024	€ 1,99	Buy	€ 3,20
37	19. April 2024	€ 2,04	Buy	€ 3,20
38	Heute	€ 2,04	Buy	€ 3,10

ANLAGEHORIZONT

Die Ratings beziehen sich vorbehaltlich einer abweichenden Aussage in der Finanzanalyse auf einen Investitionszeitraum von zwölf Monaten.

AKTUALISIERUNG

Zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dieser Finanzanalyse steht noch nicht fest, ob, wann und zu welchem Anlass eine Aktualisierung erfolgt. Im Allgemeinen bemüht sich First Berlin, in zeitlich engem Zusammenhang mit der Erfüllung der Berichtspflichten durch das analysierte Unternehmen oder anlässlich von Ad Hoc Meldungen die Finanzanalyse auf ihre Aktualität hin zu überprüfen und gegebenenfalls zu aktualisieren.

ÄNDERUNGSVORBEHALT

Die in der Finanzanalyse enthaltenen Meinungen spiegeln die Einschätzung des Erstellers zum Veröffentlichungstag der Finanzanalyse wider. Der Ersteller der Finanzanalyse behält sich das Recht vor, seine Meinung ohne vorherige Ankündigung zu ändern.

Die gesetzlich erforderlichen Angaben über

- die wesentlichen Informationsgrundlagen für die Erstellung der Finanzanalyse;
- die Bewertungsgrundsätze und -methoden;
- die Sensitivität der Bewertungsparameter

entnehmen Sie bitte dem folgenden Internetlink: <http://firstberlin.com/disclaimer-german-link/>

AUFSICHTSBEHÖRDE: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorferstraße 108, 53117 Bonn und Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt am Main

HAFTUNGSAUSSCHLUSS (DISCLAIMER)

ZUVERLÄSSIGKEIT VON INFORMATIONEN UND INFORMATIONQUELLEN

Die in dieser Studie enthaltenen Informationen basieren auf Quellen, die der Ersteller für zuverlässig hält. Eine umfassende Prüfung der Genauigkeit und Vollständigkeit von Informationen und der Zuverlässigkeit von Informationsquellen ist weder durch den Ersteller, noch durch First Berlin erfolgt. Für die Genauigkeit und Vollständigkeit von Informationen und die Zuverlässigkeit von Informationsquellen wird demzufolge keinerlei Gewähr übernommen, und weder der Ersteller, noch First Berlin, noch die für die Weitergabe oder die Verbreitung der Finanzanalyse verantwortliche Person, haften für direkte oder indirekte, unmittelbare oder mittelbare Schäden, die aus dem Vertrauen auf die Genauigkeit und Vollständigkeit von Informationen und die Zuverlässigkeit von Informationsquellen entstehen.

ZUVERLÄSSIGKEIT VON SCHÄTZUNGEN UND PROGNOSEN

Der Ersteller der Finanzanalyse hat Schätzungen und Prognosen nach bestem Wissen vorgenommen. Diese Schätzungen und Prognosen spiegeln die persönliche Meinung und Wertung des Erstellers wider. Prämissen für Schätzungen und Prognosen, sowie die Sichtweise des Erstellers auf solche Prämissen, unterliegen fortwährender Veränderung. Die jeweiligen Erwartungen über die zukünftige Wertentwicklung eines Finanzinstrumentes sind Ergebnis einer Momentaufnahme und können sich jederzeit ändern. Das Ergebnis einer Finanzanalyse beschreibt immer nur eine – die aus Sicht des Erstellers wahrscheinliche – zukünftige Entwicklung aus einer Vielzahl möglicher zukünftiger Entwicklungen.

Sämtliche Marktwerte oder Kursziele, die für das in dieser Finanzanalyse analysierte Unternehmen angegeben werden, können auf Grund verschiedener Risikofaktoren, einschließlich, aber nicht ausschließlich, Marktvolatilität, Branchenvolatilität, Maßnahmen des analysierten Unternehmens, Wirtschaftslage, Nichterfüllung von Ertrags- und/oder Umsatzprognosen, Nichtverfügbarkeit von vollständigen und genauen Informationen und/oder ein später eintretendes Ereignis, das sich auf die zugrunde liegenden Annahmen des Erstellers bzw. sonstiger Quellen, auf welche sich der Ersteller in diesem Dokument stützt, auswirkt, möglicherweise nicht erreicht werden. In der Vergangenheit erzielte Performance ist kein Indikator für zukünftige Wertentwicklungen; Vergangenheitswerte können nicht in die Zukunft fortgeschrieben werden.

Für die Genauigkeit von Schätzungen und Prognosen wird dementsprechend keinerlei Gewähr übernommen, und weder der Ersteller, noch First Berlin, noch die für die Weitergabe oder die Verbreitung der Finanzanalyse verantwortliche Person, haften für direkte oder indirekte, unmittelbare oder mittelbare Schäden, die aus dem Vertrauen auf die Richtigkeit von Schätzungen und Prognosen entstehen.

INFORMATIONSZWECKE, KEINE EMPFEHLUNG, AUFFORDERUNG, KEIN ANGEBOT ZUM KAUF VON WERTPAPIEREN

Die vorliegende Finanzanalyse dient Informationszwecken. Sie soll institutionelle Anleger unterstützen, eigene Investitionsentscheidungen zu treffen, jedoch dem Anleger in keiner Weise eine Anlageberatung zur Verfügung stellen. Weder der Ersteller, noch First Berlin, noch die für die Weitergabe oder die Verbreitung der Finanzanalyse verantwortliche Person, werden durch die Ausarbeitung dieser Finanzanalyse gegenüber einem Anleger als Anlageberater oder als Portfolioverwalter tätig. Jeder Anleger muss sich ein eigenes unabhängiges Urteil über die Geeignetheit einer Investition in Ansehung seiner eigenen Anlageziele, Erfahrungen, der Besteuerungssituation, Finanzlage und sonstiger Umstände bilden.

Die Finanzanalyse stellt keine Empfehlung oder Aufforderung und kein Angebot zum Kauf des in dieser Finanzanalyse genannten Wertpapiers dar. Weder der Ersteller, noch First Berlin, noch die für die Weitergabe oder die Verbreitung der Finanzanalyse verantwortliche Person, übernehmen demzufolge eine Haftung für Verluste, die sich direkt oder indirekt, unmittelbar oder mittelbar aus der wie auch immer gearteten Nutzung oder dem wie auch immer gearteten Gebrauch von Informationen oder Aussagen aus dieser Finanzanalyse ergeben.

Eine Entscheidung bezüglich einer Wertpapieranlage sollte auf der Grundlage unabhängiger Investmentanalysen und Verfahren sowie anderer Studien, einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf, Informationsmemoranden, Verkaufs- oder Emissionsprospekte erfolgen und nicht auf der Grundlage dieses Dokuments.

KEIN ZUSTANDEKOMMEN VERTRAGLICHER SCHULDVERHÄLTNISSE

Durch die Kenntnisnahme von dieser Finanzanalyse wird der Empfänger weder zum Kunden von First Berlin, noch entstehen First Berlin durch die Kenntnisnahme irgendwelche vertraglichen, quasi-vertraglichen oder vorvertraglichen Verpflichtungen und/oder Verantwortlichkeiten gegenüber dem Empfänger. Insbesondere kommt kein Auskunftsvertrag zwischen First Berlin und dem Empfänger dieser Informationen zustande.

KEINE PFLICHT ZUR AKTUALISIERUNG

First Berlin, den Ersteller und/oder die für die Weitergabe oder die Verbreitung der Finanzanalyse verantwortliche Person trifft keine Pflicht zur Aktualisierung der Finanzanalyse. Anleger müssen sich selbst über den laufenden Geschäftsgang und etwaige Veränderungen im laufenden Geschäftsgang des analysierten Unternehmens informieren.

VERVIELFÄLTIGUNG

Der Versand oder die Vervielfältigung dieses Dokuments ist ohne die vorherige schriftliche Zustimmung von First Berlin nicht gestattet.

SALVATORISCHE KLAUSEL

Sollte sich eine Bestimmung dieses Haftungsausschlusses unter dem jeweils anwendbaren Recht als rechtswidrig, unwirksam oder nicht durchsetzbar erweisen, ist die betreffende Bestimmung so zu behandeln, als wäre sie nicht Bestandteil dieses Haftungsausschlusses; in keinem Fall berührt sie die Rechtmäßigkeit, Wirksamkeit oder Durchsetzbarkeit der übrigen Bestimmungen.

ANWENDBARES RECHT, GERICHTSSTAND

Die Erstellung dieser Finanzanalyse unterliegt deutschem Recht. Der Gerichtsstand für etwaige Streitigkeiten ist Berlin (Deutschland).

KENNTNISNAHME VOM HAFTUNGSAUSSCHLUSS

Durch die Kenntnisnahme von dieser Finanzanalyse bestätigt der Empfänger die Verbindlichkeit der vorstehenden Ausführungen.

Indem der Empfänger dieses Dokument nutzt oder sich gleich in welcher Weise darauf verlässt, akzeptiert er die vorstehenden Beschränkungen als für ihn verbindlich.

QUALIFIZIERTE INSTITUTIONELLE INVESTOREN

Die Finanzanalysen von First Berlin sind ausschließlich für qualifizierte institutionelle Investoren bestimmt.

Dieser Bericht ist nicht zur Verbreitung in den USA und/oder Kanada bestimmt.