

# clearvise AG

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

Jahresbericht 2021

## BEWERTUNG

### KURSZIEL

Aufwärtspotenzial  
 Risikobewertung

## BUY

€ 3,80

69,6%  
 Low

## 2022 WÄCHST DAS PORTFOLIO KRÄFTIG

clearvise hat ihren Jahresbericht für 2021 vorgelegt und die vorläufigen Zahlen weitgehend bestätigt. Aufgrund schwacher Windverhältnisse sank der Umsatz um 10% J/J auf €32,9 Mio., und das EBITDA um 21% auf €21,8 Mio. Nichtsdestotrotz hat das Unternehmen seine Wachstumsstrategie „clearSCALE 2025“ erfolgreich umgesetzt und die Portfoliokapazität 2021 um 32% J/J von 151 MW auf 199 MW erweitert. Bis April 2022 gelang sogar eine Kapazitätsausdehnung auf 303 MW. Damit ist das Ziel, 2022 eine Kapazität von mindestens 305 MW zu erreichen, schon weitgehend erreicht. Bis 2025 will clearvise ihr Grünstromportfolio auf 1.000 MW erweitern, davon sollen 750 MW operativ tätig und 250 MW gesicherte Projektpipeline sein. Für 2022 prognostiziert das Unternehmen ein Umsatzwachstum zwischen 22% und 37% und ein bereinigtes EBITDA von €28 Mio. - €32 Mio. (+24% - 42% J/J) und hat seine Wachstumsambitionen mit einer kräftigen Umsatzsteigerung (+30% J/J) im ersten Quartal 2022 auf €11,6 Mio. untermauert. Unsere bisherigen wie die überarbeiteten Schätzungen liegen innerhalb der Guidance. Wir haben unser Modell überarbeitet und empfehlen die Aktie aufgrund der ausgezeichneten Wachstumsperspektiven weiterhin zum Kauf. Das Kursziel bleibt unverändert bei €3,80. Kurspotenzial: ca. 70%.

**Guidance für 2022 sieht hohes Wachstum bei Stromproduktion, Umsatz und EBITDA vor** clearvise plant 2022 eine Stromproduktion von 480 GWh bis 540 GWh. Im Vergleich zu 2021 (367 GWh) entspricht dies einem Anstieg von 31% - 47%. Der Umsatz soll zwischen €40 Mio. und €45 Mio. liegen. Gegenüber 2021 ist dies ein Anstieg 22% - 37%. Der im Vergleich zum Stromproduktionsanstieg geringere Anstieg des Umsatzes erklärt sich daraus, dass clearvise konservativ nur die gesicherten Preise in Form von Einspeisevergütungen und PPA-Basispreisen unterstellt. Diese betragen über das gesamte Portfolio durchschnittlich 83,3 €/MWh. 2021 lag der erzielte Durchschnittspreis bei 89,7 €/MWh. Höhere Marktpreise, wie wir sie insbesondere seit Q4/21 beobachten, sind in der Prognose nicht enthalten und bieten zusätzliches Upside. (b.w.)

### FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Umsatz (€ Mio.)	33,08	36,45	32,88	44,62	51,37	59,34
Jährliches Wachstum	4,5%	10,2%	-9,8%	35,7%	15,1%	15,5%
EBIT (€ Mio.)	6,78	9,13	2,91	8,69	10,53	13,59
EBIT-Marge	20,5%	25,1%	8,8%	19,5%	20,5%	22,9%
Jahresübers. (€ Mio.)	-0,40	2,37	-3,28	0,39	0,80	1,86
EPS (verwässert) (€)	-0,01	0,05	-0,06	0,01	0,01	0,02
DPS (€)	0,02	0,02	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF (€ Mio.)	22,84	25,64	2,68	-88,97	-81,59	-79,09
Nettoverschuldungsgrad	379,5%	314,4%	247,9%	222,0%	202,7%	188,1%
Liquide Mittel (€ Mio.)	14,68	17,32	23,20	17,04	28,92	42,37

### 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 2021 lag die Gesamtkapazität bei ca. 255 MW, davon waren ca. 200 MW operativ tätig. Unternehmenssitz ist Wiesbaden in Hessen.

### HANDELSDATEN

Stand: 8. Jun 2022

Schlusskurs	€ 2,24
Aktien im Umlauf	63,46 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 142,14 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 1,84 / 2,72
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	20.897

Multiples	2021	2022E	2023E
KGV	n.a.	377,5	227,2
EV/Sales	7,1	5,2	4,5
EV/EBIT	80,1	26,8	22,1
Div.-Rendite	0,0%	0,0%	0,0%

### KURSÜBERSICHT



### UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 31. Dez 2021

Liquide Mittel	€ 23,20 Mio.
Kurzfristige Vermögenswerte	€ 32,31 Mio.
Immaterielle Vermögenswerte	€ 5,57 Mio.
Bilanzsumme	€ 230,91 Mio.
Kurzfristige Verbindlichkeiten	€ 27,66 Mio.
Eigenkapital	€ 56,20 Mio.

### AKTIONÄRSSTRUKTUR

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

Das um Einmaleffekte bereinigte EBITDA (AEBTDA) soll bei €28 Mio. bis €32 Mio. liegen. Gegenüber dem Vorjahreswert von €22,6 Mio. entspräche dies einem Anstieg von 24% - 42%. Die EBITDA-Marge soll zwischen 69% und 72% liegen. Wir weisen darauf hin, dass 2021 ein schwaches Windjahr war und die hohen Wachstumsraten daher teilweise der niedrigen Ausgangsbasis geschuldet sind.

#### Abbildung 1: Guidance für 2022

Zahlen in € Mio.	unterer Rand	oberer Rand
Stromproduktion (GWh)	480	540
Umsatz	40	45
EBITDA	28	32
EBITDA-Marge (in %)	69%	72%

Quelle: First Berlin Equity Research, clearvise AG

**2021: schwache Windverhältnisse und stark steigende Strompreise** Die schwachen Windverhältnisse führten zu einem 10%igen Rückgang des Umsatzes und einem um 21% niedrigeren EBITDA. Die EBITDA-Marge sank von 76% auf 67%. Immerhin führten die im Jahresverlauf stark steigenden Strompreise dazu, dass der Umsatz höher war als die im November angepasste Guidance. Dies lag wesentlich am deutschen Markt, wo der durchschnittliche Netto-Preis (nach Aufwendungen für die Direktvermarktung) bei rund 114,7 €/MWh lag. Gegenüber dem Vorjahreswert von 102,5 €/MWh ist dies ein Anstieg um 12%.

Der Personalaufwand erhöhte sich durch den Mitarbeiteraufbau von €304 tsd. auf €656 tsd. Zum Jahresende 2021 waren neben dem Vorstand 4 Mitarbeiter beschäftigt (Vj: 2). Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen stiegen um 14% auf €10,2 Mio. Nur leicht erhöhte Abschreibungen (€18,9 Mio. versus €18,5 Mio. im Vorjahr) führten zu einem EBIT von €2,9 Mio. (Vj: €9,1 Mio.). Zinsen und ähnliche Aufwendungen gingen trotz Nettokreditaufnahme um €400 tsd. auf €4,7 Mio. zurück. Damit ergab sich ein Ergebnis nach Einkommens- und Ertragssteuern von €-1,9 Mio. Die sonstigen Steuern (€1,4 Mio., im Wesentlichen lokale, ergebnisunabhängige Steuern im Ausland) waren leicht rückläufig und führten zu einem Nettoverlust von €-3,3 Mio. (vgl. Abbildung 2).

#### Abbildung 2: Berichtete Zahlen 2021

in € Mio.	2021A	2021E	Delta	2020A	Delta
Umsatz	32,9	32,9	-0,1%	36,4	-9,8%
EBITDA	21,8	21,9	-0,5%	27,7	-21,3%
Marge	66,3%	66,6%		76,0%	
Jahresüberschuss	-3,3	-3,2	-	2,4	-
Marge	-10,0%	-9,7%		6,5%	
EPS (verwässert) in €	-0,06	-0,06	-	0,05	-

Quelle: First Berlin Equity Research, clearvise AG

**Bilanz durch Kapitalerhöhungen gestärkt** 2021 hat clearvise über zwei Kapitalerhöhungen insgesamt €20,7 Mio. eingeworben. Die dazu ausgegebenen Aktien erhöhten die Aktienzahl um 8,4 Mio. auf 57,4 Mio. Im Laufe des Jahres 2021 erhöhte sich das Eigenkapital um 45% auf €56,2 Mio. Die Eigenkapitalquote stieg von 21% auf 24%. Im Februar 2022 brachte eine Kapitalerhöhung €11,5 Mio. an frischen Mittel (5,74 Mio. Aktien zu €2,00 je Aktie) und im März 2022 gab clearvise 317.289 Aktien im Rahmen einer Sachkapitalerhöhung zum Erwerb des Bestandwindparks Korbersdorf aus. Damit beträgt die Aktienzahl nunmehr 63.457.289. Die Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten erhöhten

sich 2021 um 17% auf €163 Mio., während das Mezzanine Kapital stabil bei €4,9 Mio. blieb. Das Mezzanine Kapital wurde Ende Januar fristgerecht zurückgezahlt. Auf der Anlagenseite erhöhten sich die Sachanlagen durch die Portfolioerweiterungen um 21% auf €191 Mio. Die liquiden Mittel stiegen um 24% auf €23,2 Mio. Die Nettoverschuldung erhöhte sich um 14% auf €139 Mio., während das Net Gearing von 314% auf 248% sank (vgl. Abbildung 3). Insgesamt ist clearvise 2021 eine klare Stärkung der Bilanz gelungen.

### Abbildung 3: Bilanzkennzahlen

in € Mio.	2021A	2020A	Delta
Sachanlagen	191,3	157,8	21%
<b>Anlagevermögen insgesamt</b>	<b>197,1</b>	<b>164,2</b>	<b>20%</b>
Liquide Mittel	23,2	17,3	34%
<b>Umlaufvermögen insgesamt</b>	<b>32,3</b>	<b>23,2</b>	<b>39%</b>
Eigenkapital	56,2	38,8	45%
<i>Eigenkapitalquote</i>	24,3%	20,6%	-
Finanzverbindlichkeiten ggü. Banken	162,5	139,2	17%
Nettoverschuldung	139,3	121,8	14%
<i>Net Gearing (Nettoverschuldung/EK in %)</i>	248%	314%	-
<b>Bilanzsumme</b>	<b>230,9</b>	<b>187,9</b>	<b>23%</b>

Quelle: First Berlin Equity Research, clearvise AG

**Niedrigerer operativer Cashflow, höhere Investitionen** Hauptgrund für den niedrigeren operativen Cashflow war das niedrigere Periodenergebnis (€-3,2 Mio. versus €2,4 Mio. im Vj.). Die deutlich gestiegenen Investitionen (€30,3 Mio.) spiegeln den Kapazitätsausbau wider. Der Cashflow aus Finanzierungstätigkeit betrug €17,7 Mio. und war durch die Kapitalerhöhungen (€+20,7 Mio.), die Nettokreditaufnahme (€+1,7 Mio.) und Zinszahlungen (€-4,8 Mio.) geprägt. Der Nettocashflow belief sich auf €5,9 Mio. (vgl. Abbildung 4).

### Abbildung 4: Cashflowrechnung

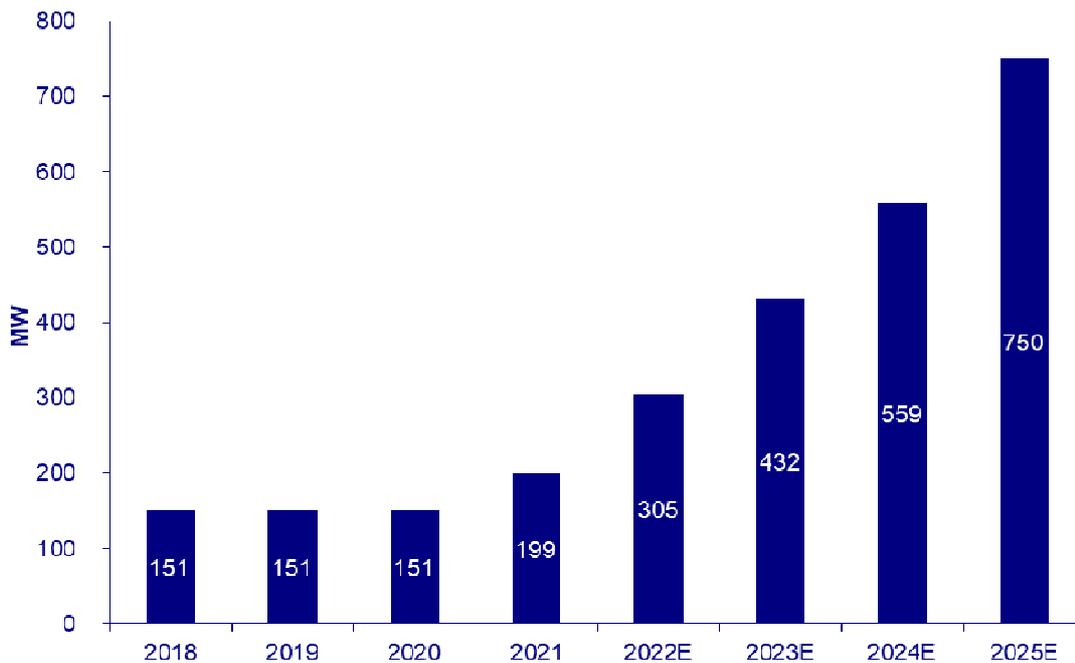
in € Mio.	2021A	2020A
Operativer Cashflow	18,5	25,9
CAPEX	-30,4	-0,3
Freier Cashflow	-11,9	25,6
Cashflow Investitionstätigkeit	-30,3	0,1
Cashflow Finanzierungstätigkeit	17,7	-23,4
Netto-Cashflow	5,9	2,6

Quelle: First Berlin Equity Research, clearvise AG

**Portfolio 2021 auf 199 MW erweitert** Die Kapazität des Portfolios stieg 2021 um 32% auf 199 MW (operativ tätige Assets). Neben einem französischen Windpark (12 MW) wurden insgesamt 36 MW an PV-Anlagen erworben. Im laufenden Jahr gelang die Ausdehnung des Portfolios auf 303 MW, insbesondere durch die Akquisition des 90 MW Solarparks Klettwitz-Nord. Damit liegt die PV-Kapazität bei 133 MW und der PV-Anteil am Portfolio bei ca. 44%. Da die Stromproduktion von PV-Anlagen über die Jahre weniger schwankt als bei Windturbinen, wird dies einen glättenden Effekt auf die Umsatzgenerierung haben. Im Januar 2022 hat clearvise einen Kaufvertrag über den Erwerb eines bayrischen Bestandwindparks (7,2 MW, seit 2015 in Betrieb) unterzeichnet. Der Erwerb erfolgte anteilig über eine Sachkapitalerhöhung. Damit hat clearvise auch für die Säule

„clearSWITCH“ der 3-Säulen-Akquisitionsstrategie den Proof-of-Concept erbracht. Für 2022 hat sich das Management zum Ziel gesetzt, das Portfolio bis zum Jahresende auf mindestens 305 MW zu erweitern. Bereits im April wurde dieses Ziel annähernd erreicht. Weitere 26 MW befinden sich gegenwärtig in der Entwicklung und 49 MW sind gesichert. Damit beläuft sich das Portfolio insgesamt auf 378 MW. Der bis 2025 geplante Kapazitätsausbau soll die Kapazität der operativ tätigen Assets auf 750 MW steigern. Der von clearvise avisierte Ausbaupfad ist in Abbildung 5 dargestellt.

**Abbildung 5: Portfoliokapazität und geplanter Kapazitätsausbau, 2018 – 2025E**

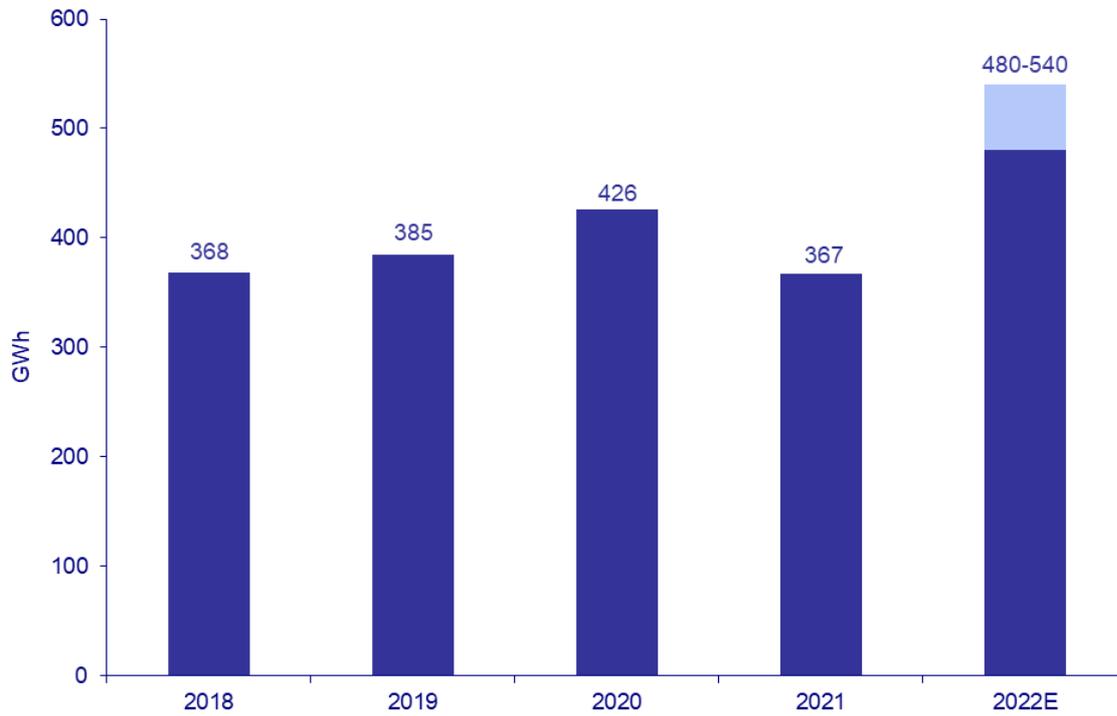


Quelle: First Berlin Equity Research, clearvise AG

**Stromproduktion 2021 geringer** Trotz der Kapazitätserweiterung um 48 MW sank die Stromproduktion 2021 aufgrund schwacher Windbedingungen von 426 GWh auf 367 GWh (-14% J/J). Die Solarstromproduktion belief sich 2021 auf 12 GWh und damit auf gut 3% der Gesamtproduktion. Für 2022E geht clearvise von einer Stromproduktion zwischen 480 und 540 GWh aus (vgl. Abbildung 6 auf der nächsten Seite).



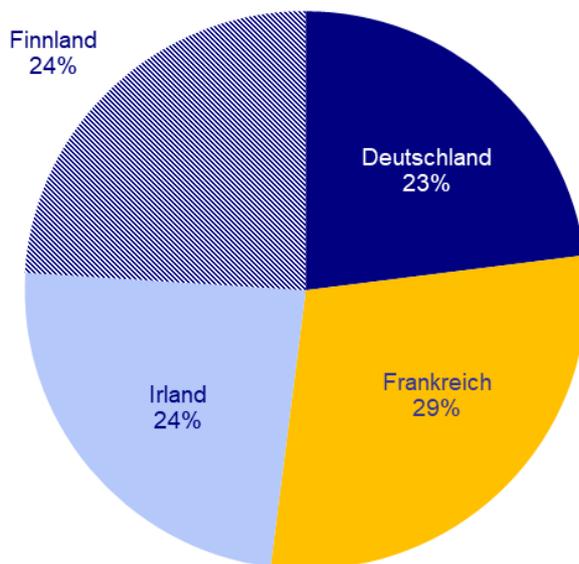
**Abbildung 6: Stromproduktion 2018 – 2022E**



Quelle: First Berlin Equity Research, clearvise AG

Die Stromproduktion verteilte sich relativ gleichmäßig auf die vier Länder Deutschland, Finnland, Frankreich und Irland (vgl. Abbildung 7).

**Abbildung 7: Geografische Aufteilung der Stromproduktion**



Quelle: First Berlin Equity Research, clearvise AG

**Clearvise profitiert von stark steigenden Strompreisen** 2021 lag der durchschnittlich erzielte Strompreis bei 89,7 €/MWh nach €85,5 im Vorjahr. Dies ist wesentlich auf den deutschen Markt zurückzuführen. Der durchschnittlich erzielte Netto-Preis (nach Aufwendungen für die Direktvermarktung) lag in Deutschland bei rund 114,7 €/MWh (Vorjahr: 102,5 €/MWh) und ist damit gegenüber dem Vorjahr um 12% gestiegen.

Bei der Stromvermarktung strebt clearvise ein ausgewogenes Rendite-Risiko-Profil an über einen Mix aus Direktvermarktung, PPA und Einspeisetarifen. Die Chancen der Direktvermarktung zeigen sich augenblicklich in Deutschland, da die Marktwerte für Wind und Solar seit Monaten deutlich über den Einspeisevergütungen für die Wind- und PV-Anlagen von clearvise liegen (vgl. Abbildung 8).

**Abbildung 8: Marktmonatswerte Wind an Land und Solar Jan-Mai 2022**

Alle Zahlen in €/MWh	Jan	Feb	Mar	Apr	Mai
Monatsmittelwert Stundenkontrakte EPEX Spot (MW-EPEX)	168	129	252	166	177
Monatsmarktwerte MW Wind Onshore	129	108	198	127	132
Monatsmarktwerte MW Solar	178	119	207	146	151

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

In ihrer Guidance für den durchschnittlich erzielbaren Strompreis geht clearvise von ca. 83,3 €/MWh aus (Umsatzguidance / Stromproduktionsguidance) und liegt damit sowohl unter dem 2021 erzielten Strompreisniveau als auch deutlich unter den Monatsmarktwerten für Deutschland. Dies liegt daran, dass clearvise, wie bereits erwähnt, konservativ nur die gesicherten Preise in Form von Einspeisevergütungen und PPA-Basispreisen unterstellt. Die Inbetriebnahme neuer Projekte mit niedrigeren Tarifen senkt den durchschnittlichen Stromtarif. Da die deutschen Anlagen bereits seit Jahresbeginn von den deutlich über den gesicherten Preisen liegenden Marktwerten profitieren, dürfte der insgesamt erzielbare Strompreis 2022 im Jahresvergleich eher über den Vorjahreswerten liegen. Auch unsere Strompreisschätzung basiert auf den gesicherten Preisen.

**Starke politische Unterstützung für den Ausbau der Stromproduktion aus erneuerbaren Energien** Zuletzt hat die EU-Kommission angesichts der russischen Invasion in der Ukraine ihren Energieplan „REPowerEU“ vorgestellt, der die Abhängigkeit der EU von russischen fossilen Brennstoffen beenden und den Ausbau der erneuerbaren Energien beschleunigen soll. Dazu will die Kommission €300 Mrd. an Zuschüssen und Darlehen vergeben und schlägt vor, den Anteil der erneuerbaren Energien an der Stromproduktion für 2030 im Rahmen des Fit-for-55-Pakets von 40% auf 45% zu erhöhen. Um dieses Ziel zu erreichen, soll u.a. eine spezielle EU-Solarstrategie zur Verdoppelung der Photovoltaikkapazität bis 2025 und zur Installation von 600 GW bis 2030 gestartet werden. Das Osterpaket der deutschen Bundesregierung durchläuft gegenwärtig den parlamentarischen Prozess und sieht ebenfalls einen deutlich schnelleren Expansionspfad bei Wind und PV vor.

**Schätzungen kaum verändert** Wir gehen wie bisher davon aus, dass clearvise ihr Portfolio dieses Jahr auf 329 MW ausdehnt (siehe dazu unsere Studie vom 21. März 2022) und lassen unsere Umsatzschätzung daher unverändert. Unsere leichte EBITDA-Anpassung ist auf höhere Personalkostenschätzungen zurückzuführen. Wir unterstellen damit für 2022E ein Umsatzwachstum von 36% und ein EBITDA-Wachstum von fast 45%. Abbildung 9 auf der nächsten Seite zeigt unsere Schätzungsanpassungen.



Abbildung 9: Anpassung der Schätzungen

Alle Zahlen in €Mio.	2022E			2023E			2024E		
	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta
Umsatz	44,6	44,6	0,0%	51,4	51,4	0,0%	59,3	59,3	0,0%
EBITDA	31,9	31,6	-1,1%	37,9	37,6	-0,8%	44,3	44,3	0,0%
Marge	71,5%	70,7%		73,7%	73,2%		74,7%	74,7%	
Jahresüberschuss	0,7	0,4	-44,9%	1,0	0,8	-21,7%	1,9	1,9	0,0%
Marge	1,6%	0,9%		2,0%	1,6%		3,1%	3,1%	
EPS (verw ässert) in €	0,01	0,01	-44,9%	0,01	0,01	-21,7%	0,02	0,02	0,0%

Quelle: First Berlin Equity Research

**Weiterhin Kaufen bei unverändertem Kursziel** Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt weiterhin ein Kursziel von €3,80. Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung.



## BEWERTUNGSMODELL

DCF Bewertungsmodell*								
Alle Angaben in tsd. EUR	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
<b>Nettoumsatz</b>	<b>44.624</b>	<b>51.367</b>	<b>59.340</b>	<b>68.319</b>	<b>75.668</b>	<b>81.034</b>	<b>86.264</b>	<b>91.283</b>
<b>NOPLAT</b>	<b>7.089</b>	<b>8.929</b>	<b>11.788</b>	<b>14.401</b>	<b>18.077</b>	<b>19.498</b>	<b>22.006</b>	<b>24.105</b>
+ Abschreibungen	22.862	27.049	30.736	35.080	36.918	39.679	40.255	40.428
= Operativer Cashflow (netto)	29.951	35.978	42.524	49.481	54.995	59.177	62.261	64.533
- Gesamte Investitionen (Capex und WC)	-118.922	-117.571	-121.609	-138.656	-54.026	-49.391	-43.883	-45.449
Capex	-118.000	-116.600	-120.460	-137.361	-52.968	-48.620	-43.132	-44.729
Working Capital	-922	-971	-1.149	-1.295	-1.059	-770	-751	-720
= Freier Cashflow (FCF)	-88.971	-81.593	-79.085	-89.175	969	9.787	18.378	19.084
<b>GW der FCFs</b>	<b>-86.906</b>	<b>-76.442</b>	<b>-71.057</b>	<b>-76.848</b>	<b>801</b>	<b>7.759</b>	<b>13.973</b>	<b>13.917</b>

in Tsd EUR	
GWs der FCFs explizite Periode (2022E-2036E)	-166.653
GWs der FCFs in der Terminalperiode	610.654
Unternehmenswert (EV)	444.001
+ Nettokasse / - Nettoverbindl. (pro forma)	-3.609
+ Investitionen / Anteile Dritter	0
Shareholder Value	440.391
Verwässerte Aktienzahl (tsd)	116.963
<b>Fairer Wert je Aktie (in €)</b>	<b>3,77</b>

Terminales Wachstum	2,0%
Terminale EBIT-Marge	38,3%

WACC	4,3%	Umsatzwachstum in der Terminalperiode							
		1,25%	1,50%	1,75%	2,00%	2,25%	2,50%	2,75%	
Eigenkapitalkosten	6,7%	3,51%	5,04	5,60	6,32	7,28	8,62	10,62	13,93
Fremdkapitalkosten (vor Steuern)	3,9%	3,76%	4,18	4,60	5,11	5,77	6,65	7,88	9,72
Normaler Steuersatz	25,0%	4,01%	3,48	3,79	4,17	4,64	5,25	6,06	7,18
Fremdkapitalkosten (nach Steuern)	2,9%	4,26%	2,90	3,14	3,42	3,77	4,20	4,75	5,49
EK- Anteil	35,0%	4,51%	2,41	2,59	2,81	3,07	3,38	3,78	4,28
FK- Anteil	65,0%	4,76%	1,99	2,14	2,30	2,50	2,73	3,02	3,38
<b>Kursziel (in €)</b>	<b>3,80</b>	<b>5,01%</b>	1,63	1,75	1,88	2,03	2,20	2,42	2,68

\* aus Layoutgründen werden nur die Jahre bis 2029 gezeigt, das Modell reicht aber bis 2036



## GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Alle Angaben in tsd. EUR	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>Umsatz</b>	<b>33.081</b>	<b>36.447</b>	<b>32.881</b>	<b>44.624</b>	<b>51.367</b>	<b>59.340</b>
Herstellungskosten	-276	-398	-354	-358	-361	-365
<b>Bruttogewinn</b>	<b>32.806</b>	<b>36.050</b>	<b>32.527</b>	<b>44.267</b>	<b>51.006</b>	<b>58.976</b>
Personalkosten	-221	-304	-656	-890	-1.100	-1.300
Sonstige betriebliche Erträge	1.569	936	218	669	771	890
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-8.121	-9.003	-10.253	-12.495	-13.099	-14.242
<b>EBITDA</b>	<b>26.032</b>	<b>27.679</b>	<b>21.836</b>	<b>31.551</b>	<b>37.578</b>	<b>44.324</b>
Abschreibungen & Amortisation	-19.252	-18.548	-18.931	-22.862	-27.049	-30.736
<b>EBIT</b>	<b>6.780</b>	<b>9.131</b>	<b>2.905</b>	<b>8.689</b>	<b>10.529</b>	<b>13.588</b>
Nettofinanzergebnis	-5.803	-5.134	-4.717	-6.697	-8.127	-9.928
<b>EBT</b>	<b>977</b>	<b>3.997</b>	<b>-1.812</b>	<b>1.992</b>	<b>2.403</b>	<b>3.660</b>
Steuern (inkl. sonstiger Steuern)	-1.378	-1.631	-1.466	-1.600	-1.600	-1.800
Minderheitsbeteiligungen	0	0	0	0	0	0
<b>Nettogewinn/ -verlust</b>	<b>-401</b>	<b>2.366</b>	<b>-3.277</b>	<b>392</b>	<b>803</b>	<b>1.860</b>
<b>EPS (verwässert)</b>	<b>-0,01</b>	<b>0,05</b>	<b>-0,06</b>	<b>0,01</b>	<b>0,01</b>	<b>0,02</b>

### Kennzahlen

Bruttomarge	99,2%	98,9%	98,9%	99,2%	99,3%	99,4%
EBITDA-Marge	78,7%	75,9%	66,4%	70,7%	73,2%	74,7%
EBIT-Marge	20,5%	25,1%	8,8%	19,5%	20,5%	22,9%
Nettomarge	-1,2%	6,5%	-10,0%	0,9%	1,6%	3,1%
Steuersatz	141,0%	40,8%	-80,9%	80,3%	66,6%	49,2%

### Ausgaben in % vom Umsatz

Personalkosten	0,7%	0,8%	2,0%	2,0%	2,1%	2,2%
Abschreibungen & Amortisation	58,2%	50,9%	57,6%	51,2%	52,7%	51,8%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	24,5%	24,7%	31,2%	28,0%	25,5%	24,0%

### Jährliches Wachstum

Gesamtumsatz	4,5%	10,2%	-9,8%	35,7%	15,1%	15,5%
EBITDA	2,3%	6,3%	-21,1%	44,5%	19,1%	18,0%
Operatives Ergebnis	4,7%	34,7%	-68,2%	199,1%	21,2%	29,0%
Nettogewinn/ -verlust	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	104,8%	131,7%

## BILANZ

Alle Angaben in tsd. EUR	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>Vermögen</b>						
<b>Umlaufvermögen, gesamt</b>	<b>19.972</b>	<b>23.719</b>	<b>33.826</b>	<b>28.156</b>	<b>41.017</b>	<b>55.623</b>
Liquide Mittel	14.678	17.319	23.198	17.042	28.923	42.369
Kurzfristige Investitionen	0	0	0	0	0	0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	4.478	5.310	5.849	6.480	7.459	8.617
Vorräte	164	204	292	147	148	150
Sonstige Forderungen	652	886	4.487	4.487	4.487	4.487
<b>Anlagevermögen, gesamt</b>	<b>183.101</b>	<b>164.190</b>	<b>197.087</b>	<b>292.204</b>	<b>381.756</b>	<b>471.480</b>
Sachanlagen	176.039	157.778	191.327	287.133	377.317	467.591
Goodwill & Immaterielle Vermögenswerte	6.832	6.201	5.571	4.902	4.270	3.719
Finanzanlagen	231	211	190	169	169	169
Sonstige Vermögenswerte	0	0	0	0	0	0
<b>Aktiva</b>	<b>203.074</b>	<b>187.909</b>	<b>230.913</b>	<b>320.360</b>	<b>422.773</b>	<b>527.102</b>
<b>Eigenkapital und Verbindlichkeiten</b>						
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt</b>	<b>21.594</b>	<b>23.195</b>	<b>30.742</b>	<b>21.631</b>	<b>21.641</b>	<b>29.177</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten (kurzfristig)	17.533	18.347	23.674	15.000	15.000	22.526
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	997	912	1.416	980	989	999
Rückstellungen (kurzfristig)	2.384	2.686	3.024	3.024	3.024	3.024
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	679	1.250	2.628	2.628	2.628	2.628
<b>Langfristige Verbindlichkeiten, gesamt</b>	<b>144.110</b>	<b>125.958</b>	<b>143.973</b>	<b>206.664</b>	<b>273.284</b>	<b>332.080</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten	138.956	120.818	138.848	206.448	273.068	331.864
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	5.154	5.140	5.125	216	216	216
<b>Mezzanine Kapital</b>	<b>4.903</b>	<b>4.888</b>	<b>4.877</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Anteile Dritter</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Eigenkapital</b>	<b>37.370</b>	<b>38.756</b>	<b>56.199</b>	<b>92.065</b>	<b>127.848</b>	<b>165.845</b>
Gezeichnetes Kapital	49.000	49.000	57.400	73.491	87.915	101.462
Kapitalrücklage	13.729	14.258	26.578	45.961	66.517	89.108
Gewinnrücklagen	-25.360	-24.502	-27.779	-27.387	-26.584	-24.725
<b>Passiva</b>	<b>203.074</b>	<b>187.909</b>	<b>230.913</b>	<b>320.360</b>	<b>422.773</b>	<b>527.102</b>
<b>Kennzahlen</b>						
Current ratio (x)	0,92	1,02	1,10	1,30	1,90	1,91
Quick ratio (x)	0,92	1,01	1,09	1,29	1,89	1,90
Nettoverbindlichkeiten	141.811	121.846	139.324	204.406	259.145	312.021
Nettoverschuldungsgrad	379,5%	314,4%	247,9%	222,0%	202,7%	188,1%
Eigenkapitalquote	18,4%	20,6%	24,3%	28,7%	30,2%	31,5%
Finanzverb. inkl. Mezzanine / EBITDA	6,2	5,2	7,7	7,0	7,7	8,0
Buchwert je Aktie (in €)	0,76	0,79	1,04	1,41	1,58	1,75
Return on Equity (ROE)	-1,1%	6,1%	-5,8%	0,4%	0,6%	1,1%
Return on Investment (ROI)	-0,2%	1,3%	-1,4%	0,1%	0,2%	0,4%
Return on Assets (ROA)	2,7%	4,0%	0,6%	2,2%	2,1%	2,2%
Return on Capital employed (ROCE)	3,5%	5,2%	1,6%	3,5%	3,1%	3,1%



## CASHFLOWRECHNUNG

Alle Angaben in tsd. EUR	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>EBIT</b>	<b>6.780</b>	<b>9.131</b>	<b>2.905</b>	<b>8.689</b>	<b>10.529</b>	<b>13.588</b>
Abschreibungen	19.252	18.548	18.931	22.862	27.049	30.736
<b>EBITDA</b>	<b>26.032</b>	<b>27.679</b>	<b>21.836</b>	<b>31.551</b>	<b>37.578</b>	<b>44.324</b>
Veränderungen Working Capital	-798	-582	-2.420	-922	-971	-1.149
Sonstiges (Rückstellungen, etc.)	-2.293	-1.194	-917	-1.600	-1.600	-1.800
<b>Operativer Cashflow</b>	<b>22.941</b>	<b>25.903</b>	<b>18.499</b>	<b>29.029</b>	<b>35.007</b>	<b>41.375</b>
Investitionen in Sachanlagen	-99	-262	-15.823	-118.000	-116.600	-120.460
Investitionen in immaterielle Vermögenswerte	0	0	0	0	0	0
<b>Freier Cashflow</b>	<b>22.842</b>	<b>25.641</b>	<b>2.676</b>	<b>-88.971</b>	<b>-81.593</b>	<b>-79.085</b>
Akquisitionen und Verkäufe	1.070	365	-14.542	0	0	0
Andere Investitionen	3	0	20	0	0	0
<b>Cashflow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>974</b>	<b>103</b>	<b>-30.344</b>	<b>-118.000</b>	<b>-116.600</b>	<b>-120.460</b>
Cashflow aus FK-Finanzierung, netto	-23.266	-22.385	-2.996	52.229	58.493	56.394
Cashflow aus EK-Finanzierung, netto	0	0	20.720	35.474	34.980	36.138
Gezahlte Dividenden	-490	-980	0	0	0	0
Sonstige Finanzierung	0	0	0	-4.888	0	0
<b>Cashflow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>-23.756</b>	<b>-23.365</b>	<b>17.724</b>	<b>82.815</b>	<b>93.473</b>	<b>92.532</b>
FOREX & sonstige Effekte	0	0	0	0	0	0
<b>Veränderung der liquiden Mittel</b>	<b>159</b>	<b>2.641</b>	<b>5.879</b>	<b>-6.156</b>	<b>11.881</b>	<b>13.446</b>
Cash am Anfang der Periode	14.543	14.678	17.319	23.198	17.042	28.923
<b>Cash zum Ende der Periode</b>	<b>14.678</b>	<b>17.319</b>	<b>23.198</b>	<b>17.042</b>	<b>28.923</b>	<b>42.369</b>
<b>EBITDA je Aktie (in €)</b>	<b>0,53</b>	<b>0,56</b>	<b>0,40</b>	<b>0,48</b>	<b>0,47</b>	<b>0,47</b>
<b>Operativer Cashflow je Aktie</b>	<b>0,47</b>	<b>0,53</b>	<b>0,34</b>	<b>0,44</b>	<b>0,43</b>	<b>0,44</b>
<b>Jährliches Wachstum</b>						
Operativer Cashflow	3,9%	12,9%	-28,6%	56,9%	20,6%	18,2%
Freier Cashflow	92,9%	12,3%	-89,6%	n.m.	n.m.	n.m.
EBITDA je Aktie	2,3%	6,3%	-28,5%	19,4%	-3,4%	0,5%

## 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](mailto: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 9. Juni 2022 um 10:45 Uhr abgeschlossen.

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

**Copyright© 2022 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;

First Berlin F.S.B. Investment-Beratungsgesellschaft mbH (im Folgenden FBIB), ein Unternehmen der First Berlin Gruppe, hält einen Anteil von unter 0.5% der Aktien des Unternehmens, das in dieser Analyse gecovert wird. Der Analyst unterliegt bezüglich seiner Empfehlung keinerlei Restriktionen und ist daher unabhängig. Damit ergibt sich unserer Meinung nach kein Interessenkonflikt.

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

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

**ANGABEN NACH WERTPAPIERHANDELSGESETZ (WPHG) §64: BESONDERE VERHALTENSREGELN BEI DER ERBRINGUNG VON ANLAGEBERATUNG UND FINANZPORTFOLIOVERWALTUNG; VERORDNUNGSMÄCHTIGUNG, 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 <sup>1</sup>	erwartete positive Kursentwicklung von:	> 50%	> 30%
Buy	erwartete positive Kursentwicklung von:	> 25%	> 15%
Add	erwartete positive Kursentwicklung zwischen:	0% to 25%	0% to 15%
Reduce	erwartete negative Kursentwicklung zwischen:	0% to -15%	0% to -10%
Sell	erwartete negative Kursentwicklung von:	< -15%	< -10%

<sup>1</sup> Die erwartete Kursentwicklung ist verbunden mit einem großen Vertrauen in Qualität und Prognosesicherheit des Managements

Unser Empfehlungssystem 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...15	↓	↓	↓	↓
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	30. November 2021	€ 2,32	Buy	€ 3,30
22	21. März 2022	€ 2,22	Buy	€ 4,00
23	6. Mai 2022	€ 2,42	Buy	€ 3,80
24	Heute	€ 2,24	Buy	€ 3,80

### 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 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.**