

clearvise AG

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

Update

BEWERTUNG

KURSZIEL

Aufwärtspotenzial
 Risikobewertung

BUY

€ 3,70

71,3%

Low

STRATEGISCHE REALLOKATION – VERKAUF VON HAAPAJÄRVI

clearvise hat ihre finnischen Windparks (29,7 MW) an Glennmont Partners verkauft und wird bei Vollzug einen um €8,3 Mio. über dem Buchwert liegenden Verkaufserlös generieren. Dabei konnte clearvise von den sehr hohen Preisen für finnische Windassets profitieren. Das Unternehmen begründet die strategische Reallokation damit, dass der finnische Markt nicht mehr in ihre Investmentstrategie passt und ihr Ziel, perspektivisch >10% der Assets unter Management im jeweiligen regionalen Zielmarkt zu verwalten, in Finnland aufgrund der sehr hohen Preise für Windparks nur schwierig umzusetzen wäre. Das Unternehmen wird den Verkaufserlös über ihr clearPARTNERS-Modell in Projekte aus strategischen Allianzen in mehreren europäischen Ländern investieren. Auf der diesjährigen Hauptversammlung wurden alle Tagesordnungspunkte mit großer Mehrheit beschlossen. Das Jahr 2022 war aufgrund der sehr hohen Strompreise und guter Wind- und Sonneneinstrahlungsbedingungen ein Ausnahmejahr für clearvise mit Rekordwerten bei Umsatz (€64 Mio., +95% J/J) und EBITDA (€47,9 Mio., + 119% J/J). Die EBITDA-Marge sprang um mehr als 8 Prozentpunkte auf fast 75%. Sehr beeindruckend war das Nettoergebnis. Nach einem Nettoverlust von €3,3 Mio. im Vorjahr erzielte clearvise 2022 einen Nettogewinn von €11,6 Mio. Da die Strompreise 2023 in den ersten sechs Monaten im Jahresvergleich im Durchschnitt deutlich niedriger waren und wir auch für den Rest des Jahres vergleichsweise niedrigere Strompreise erwarten, gehen wir nach dem Verkauf der finnischen Windparks (Umsatz 2022: €8,1 Mio.) von einem deutlichen Umsatzrückgang aus, zumal der Ausbau des Grünstrom-Portfolios dieses Jahr wohl nur gering ausfallen dürfte. Wir unterstellen, dass ein Großteil der €8,3 Mio. 2023 als sonstige betriebliche Erträge verbucht werden. Insgesamt ist das Ziel von clearvise, ihre Wachstumsstrategie clearSCALE 2025 (Ende 2025 eine Portfoliokapazität von 750 MW plus gesicherter Pipeline von 250 MW) erfolgreich umzusetzen, ambitionierter geworden als vorher. Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung und das Kursziel von €3,70.

(b.w.)

FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Umsatz (€ Mio.)	36,45	32,88	64,03	42,52	41,26	58,76
Jährliches Wachstum	10,2%	-9,8%	94,7%	-33,6%	-3,0%	42,4%
EBIT (€ Mio.)	9,13	2,91	25,31	12,20	6,63	11,76
EBIT-Marge	25,1%	8,8%	39,5%	28,7%	16,1%	20,0%
Jahresübers. (€ Mio.)	2,37	-3,28	11,62	3,83	-2,59	-1,82
EPS (verwässert) (€)	0,05	-0,06	0,18	0,05	-0,03	-0,02
DPS (€)	0,02	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF (€ Mio.)	25,64	2,68	20,40	65,11	-153,32	-208,53
Nettoverschuldungsgrad	314,4%	247,9%	117,7%	59,1%	133,1%	156,9%
Liquide Mittel (€ Mio.)	17,32	23,20	77,67	94,25	77,09	73,03

RISIKEN

Unterdurchschnittliche Windbedingungen oder Sonneneinstrahlung, Verzögerungen bei Genehmigung und Bau, technische Probleme bei Grünstromanlagen, schlechte Förderbedingungen, EK- und FK-Beschaffung.

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 2022 hatte das Portfolio eine Kapazität von ca. 303 MW. Unternehmenssitz ist Wiesbaden in Hessen.

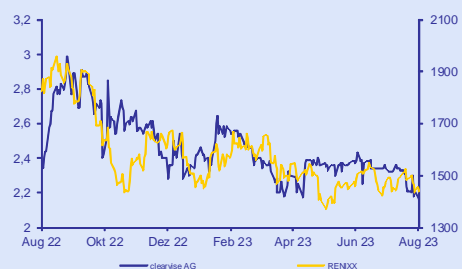
HANDELSDATEN

Stand: 1. Aug 2023

Schlusskurs	€ 2,16
Aktien im Umlauf	75,36 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 162,77 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 2,16 / 2,99
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	24.711

Multiples	2022	2023E	2024E
KGV	12,3	42,5	n.a.
EV/Sales	4,5	6,7	6,9
EV/EBIT	11,3	23,5	43,2
Div.-Rendite	0,0%	0,0%	0,0%

KURSÜBERSICHT



UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 31. Dez 2022

Liquide Mittel	€ 77,67 Mio.
Kurzfristige Vermögenswerte	€ 85,99 Mio.
Immaterielle Vermögenswerte	€ 4,94 Mio.
Bilanzsumme	€ 358,27 Mio.
Kurzfristige Verbindlichkeiten	€ 68,70 Mio.
Eigenkapital	€ 104,93 Mio.

AKTIONÄRSSTRUKTUR

Tion Renewables AG	18,4%
Union Invest Privatfonds GmbH	5,9%
Free Float	75,7%



Verkauf von Haapajärvi zum idealen Zeitpunkt Gegenwärtig sind die Preise für finnische Windassets sehr hoch. clearvise nutzt diese Situation, um ihre Assets zu einem sehr attraktiven Preis zu verkaufen. Bei Vollzug des Verkaufs von Haapajärvi (FBe: Ende September) ergibt sich für clearvise ein Veräußerungserfolg in Form der Differenz zwischen Veräußerungserlös und Buchwert von bis zu €8,3 Mio., davon sind rund €2,5 Mio. abhängig von der Erfüllung aufschiebender Bedingungen.

Die finnischen Windparks Haapajärvi I (6,6 MW, konsolidiert seit Ende 2014) und Haapajärvi II (23,1 MW, konsolidiert seit Ende 2017) haben 2022 ca. 84,7 GWh Strom produziert und einen Umsatz von €8,1 Mio. erzielt (2021: 88,5 GWh, €7,1 Mio.). Der prognostizierte Langfristertrag von 96,9 GWh wurde nicht nur in den letzten beiden Jahren (s.o.) unterschritten, sondern auch 2019 (91,5 GWh) und 2018 (89,0 GWh).

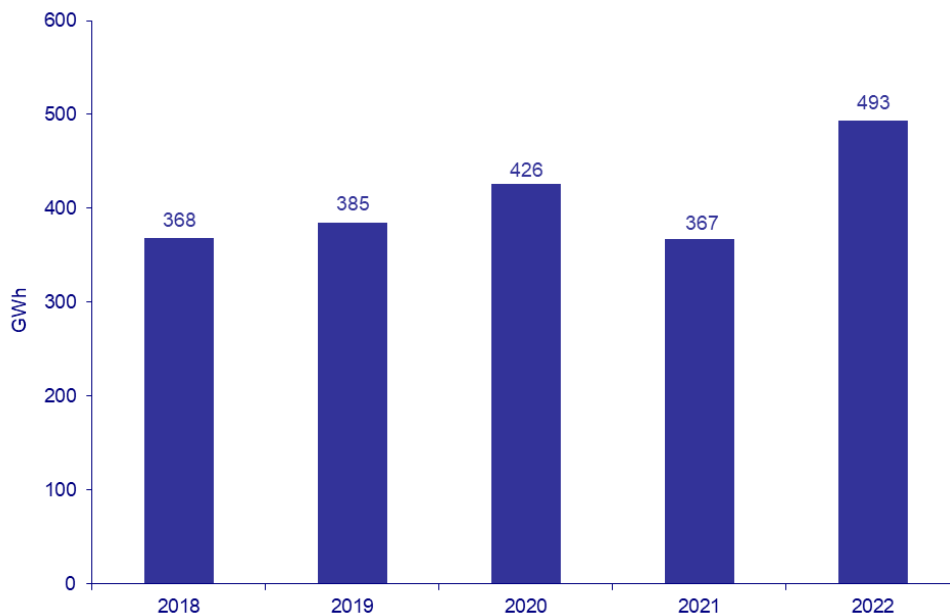
Das gesamte Investitionsvolumen für beide Parks lag bei €69 Mio. Damals hat clearvise Windparks über 16 Jahre abgeschrieben. Nach Abschreibungen inklusive des laufenden Jahres dürfte der Buchwert bei ca. €41 Mio. liegen. Von den ursprünglich aufgenommenen Fremdkapitalmitteln in Höhe von €52 Mio. dürften durch Tilgung noch ca. €31 Mio. übrig sein. Damit ergäbe sich nach Abzug der Schulden ein Mittelzufluss von €41 Mio. - €31 Mio. = €10 Mio. Hinzu kommen die €8 Mio. aus dem Delta zwischen Verkaufserlös und Buchwert und damit insgesamt ein Mittelzufluss von ca. €18 Mio. (FBe).

Wir gehen davon aus, dass das Closing gegen Ende September erfolgt und der geschätzte Umsatzverlust sich damit im laufenden Jahr auf das vierte Quartal beschränkt. Da Q4 zu den windstarken Winterquartalen gehört, unterstellen wir, dass 30% der von uns erwarteten Jahresproduktion von 90 GWh, also 27 GWh, nicht mehr clearvise zugerechnet werden.

HV beschließt genehmigtes Kapital Das Volumen des neuen Genehmigten Kapitals 2023 beläuft sich auf ca. €37,7 Mio., was 50% des aktuellen Grundkapitals entspricht. Damit hat clearvise genügend Spielraum für die Finanzierung des weiteren Wachstumskurses. Finanzvorstand Manuel Sieth wies dabei darauf hin, dass kurzfristig keine Kapitalerhöhung vorgesehen ist.

Kapazität und Stromproduktion 2022 deutlich ausgeweitet clearvise erweiterte die Kapazität ihres Grünstromportfolios um 52% auf 303 MW. Mit einem Mix aus 169 MW Wind, 133 MW PV und knapp 1 MW Biogas ist das Portfolio dank der Ausdehnung der PV-Kapazität um 97 MW deutlich ausgeglichener in seinen Wind- und PV-Anteilen.

Die Stromproduktion stieg von 367 GWh auf 493 GWh (+35% J/J, vgl. Abbildung 1 auf der nächsten Seite). Der im Vergleich zur Kapazität unterproportionale Anstieg der Stromproduktion ist darauf zurückzuführen, dass das Unternehmen deutlich mehr PV- als Windkapazität zum Portfolio hinzugefügt hat, und PV in Europa eine deutlich niedrigere spezifische Stromproduktion (MWh/MW) als Wind hat. Haupttreiber bei der Stromproduktion war die (deutsche) Solarstromproduktion, die von 12 GWh im Jahr 2021 auf 112 GWh stieg. Der deutlich höhere Solarstromanteil (Anstieg von 3% im Vorjahr auf 23%) führt zu einer über das Jahr deutlich gleichmäßigeren Umsatz- und Cashflowgenerierung, da PV den größten Teil des Jahresumsatzes im Sommerhalbjahr erzielt, während dies bei Windstrom im Winterhalbjahr der Fall ist. Die Windstromproduktion stieg um 8% J/J auf 376 GWh, während die Biogasstromproduktion um 8% auf 5 GWh zurückfiel.

Abbildung 1: Jährliche Stromproduktion von clearvise 2018 - 2022

Quelle: First Berlin Equity Research, clearvise AG

Stromproduktion, Umsatz und durchschnittliche Verkaufspreise Der Verkauf des produzierten Stroms von 493 GWh führte zu einem Umsatz von €64 Mio. Damit lag der durchschnittliche Verkaufspreis bei 130 €/MWh und damit 45% über dem Vorjahreswert von 90 €/MWh (vgl. Abbildung 2). Insbesondere der Solarstromumsatz profitierte von den weit über den gesicherten Preisen (etwas über 50 €/MWh) liegenden Marktwerten: clearvise erzielte einen durchschnittlichen Verkaufspreis von 207 €/MWh. Auch beim Windstrom konnten in Deutschland durchschnittliche Verkaufspreise (104 €/MWh) erzielt werden, die über den gesicherten Preisen (ca. 89 €/MWh) lagen. Anpassungen an die Inflation durch Preisindexierungen führten auch in den anderen Ländern zu höheren Verkaufspreisen.

Abbildung 2: Produktion, Umsatz und Durchschnittspreis nach Technologie

	Einheit	2022	2021	Delta
Wind				
Windstromproduktion	GWh	375,9	349,3	8%
Umsatz Wind	€ Mio.	39,3	30,6	28%
Durchschnittlicher Verkaufspreis Windstrom	€/MWh	104	88	19%
Solar				
Solarstromproduktion	GWh	112,4	11,8	851%
Umsatz Solar	€ Mio.	23,3	0,9	2390%
Durchschnittlicher Verkaufspreis Solarstrom	€/MWh	207	79	162%
Biogas				
Biogasstromproduktion	GWh	5,0	5,4	-8%
Umsatz Biogas	€ Mio.	1,5	1,3	12%
Durchschnittlicher Verkaufspreis Biogasstrom	€/MWh	296	244	21%
Summe				
Stromproduktion	GWh	493,3	366,5	35%
Umsatz	€ Mio.	64,0	32,9	95%
Durchschnittlicher Verkaufspreis	€/MWh	130	90	45%

Quelle: First Berlin Equity Research, clearvise AG

Erfolgreich bei der Mittelakquise Im vergangenen Jahr hat clearvise im Rahmen zweier Kapitalerhöhungen liquide Mittel von insgesamt €37,1 Mio. (brutto) eingeworben. Die Kapitalzuführung und der Nettogewinn von €11,6 Mio. führten zu einer Stärkung des Eigenkapitals auf €105 Mio. (+87% J/J). Die Eigenkapitalquote erhöhte sich von 24% auf 29%. Damit hat clearvise einen großen Sprung Richtung 30% Eigenkapitalquote gemacht. Ziel von clearvise ist eine Eigenkapitalquote, die nachhaltig 25% oder mehr beträgt, um die eigene Finanzstabilität zu wahren. Der Barmittelbestand erhöhte sich auf fast €77 Mio. von €23 Mio. im Vorjahr und bietet clearvise vorläufig genügend finanziellen Spielraum zur Umsetzung der bereits vertraglich vereinbarten Projekte. Im laufenden Jahr muss das Unternehmen die Bridge-Finanzierung in Höhe von knapp €30 Mio. für den 90 MW Solarpark Klettwitz-Nord ablösen.

Sehr hoher operativer Cashflow durch hohe Strompreise Der operative Cashflow stieg um 161% J/J auf hohe €48,2 Mio. Damit konnten die im Jahresvergleich deutlich höheren Investitionen (€55,9 Mio. versus €30,4 Mio. in 2021) weitgehend aus dem operativen Geschäft finanziert werden. Der freie Cashflow war nur einstellig negativ (€-7,6 Mio.). Die Kapitalerhöhungen (€37,1 Mio.) und die Aufnahme von Darlehen (netto: €30,3 Mio.) waren wesentliche Treiber des Finanzierungscashflows von €62,1 Mio. (vgl. Abbildung 3). Der Nettomittelzufluss betrug €54,5 Mio.

Abbildung 3: Cashflowrechnung 2022, ausgewählte Positionen

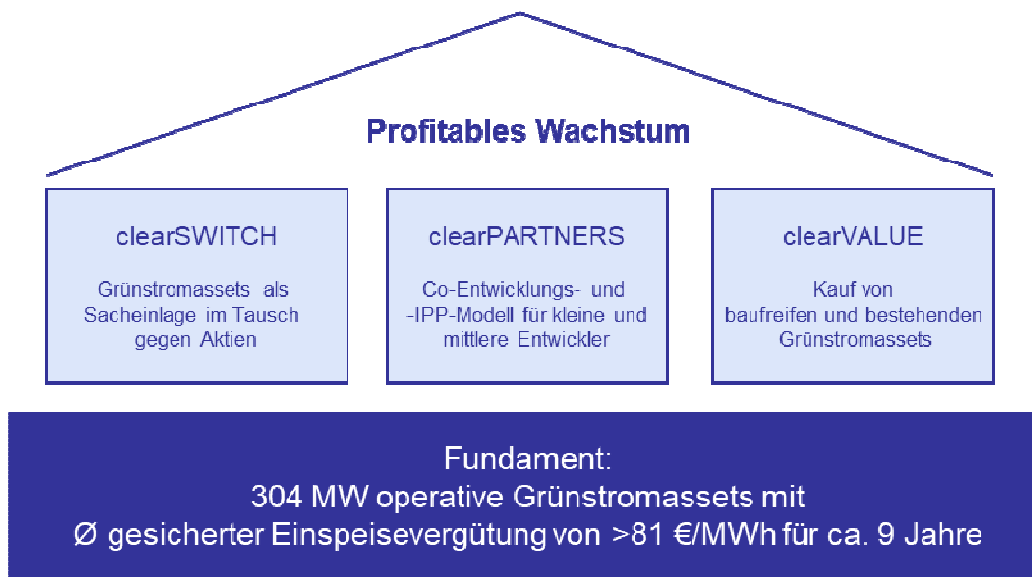
in € Mio.	2022A	2021A
Operativer Cashflow	48,2	18,5
CAPEX	-55,9	-30,4
Freier Cashflow	-7,6	-11,9
Cashflow Investitionstätigkeit	-55,9	-30,3
Cashflow Finanzierungstätigkeit	62,1	17,7
Netto-Cashflow	54,5	5,9

Quelle: First Berlin Equity Research, clearvise AG

Aufbau eines schlagkräftigen Teams sehr gut vorangekommen Ende 2022 beschäftigte clearvise neben den beiden Vorständen 10 weitere Mitarbeiter*innen. Damit erhöhte sich die Mitarbeiterzahl im Jahresverlauf um sechs Kolleg*innen.

Proof of Concept für clearPARTNERS Modell erbracht Im ersten Halbjahr 2023 ist es clearvise gelungen, erstmals eine Kooperation über das clearPARTNERS Modell abzuschließen und mit zwei regionalen französischen Entwicklern eine entsprechende Kooperation zu unterzeichnen. In diesem Zusammenhang erwarb clearvise über eine gemeinsame IPP-Gesellschaft ein Mehrheitsanteil (70%) an einem ~33 MW baureifen Freiflächen-Solarpark in der Region Nouvelle-Aquitaine. Der Netzanschluss ist aufgrund langer Lieferzeiten für das Umspannwerk im ersten Halbjahr 2024 beabsichtigt. Die Kooperationspartner planen, zusammen Solarparks mit einer installierten Leistung von rund 125 MW in Frankreich zu entwickeln, errichten und zu betreiben. Mit dem Proof of Concept für das clearPARTNERS Modell hat clearvise nunmehr für alle drei Säulen ihres Drei-Säulen-Wachstumsmodells die kommerzielle Tragfähigkeit nachgewiesen (vgl. Drei-Säulen-Wachstumsmodell in Abbildung 4 auf der nächsten Seite).

Abbildung 4: Drei-Säulen-Wachstumsmodell von clearvise



Quelle: First Berlin Equity Research, clearvise AG

Strompreisentwicklung war 2022 entscheidender Hebel für den Umsatz Durch Drosselung russischer Gaslieferungen ab Juni und den Stopp ab September schoss der Strompreis ab Juni in die Höhe und erreichte ungeahnte Höhen (vgl. Abbildung 5).

Abbildung 5: Strom-Spotmarktpreis und Monatsmarktwerte Wind an Land und Solar 2022

Alle Zahlen in €/MWh	Jan	Feb	Mar	Apr	Mai	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Dez
Spotmarktpreis	168	129	252	166	177	218	315	465	346	153	174	252
Wind an Land	129	108	198	127	132	197	278	461	282	127	137	142
Solar	178	119	207	146	151	189	261	399	317	129	154	247

Quelle: First Berlin Equity Research, BNetzA

In Deutschland sind die Marktwerte für Wind an Land und Solar im laufenden Jahr (bis Ende Juni) deutlich niedriger gewesen als im Vorjahr (vgl. Abbildung 6). Zum Winter hin rechnen wir mit einem Anstieg des Spotmarktpreises, da die Gasversorgung – abhängig von der Witterung – durchaus noch einmal herausfordernd werden kann, auch wenn die Gasspeicher zuletzt bereits einen Füllstand von über 83% aufwiesen. Wir rechnen aber nicht mit so hohen Strompreisen wie in Q4/22, sondern orientieren uns eher an den Strompreisen in Q1/23.

Abbildung 6: Strom-Spotmarktpreis und Monatsmarktwerte Wind an Land und Solar Januar – Mai 2023

Alle Zahlen in €/MWh	Jan	Feb	Mar	Apr	Mai	Jun
Spotmarktpreis	118	128	103	101	82	95
Wind an Land	97	111	90	89	81	92
Solar	123	123	89	80	54	71

Quelle: First Berlin Equity Research, BNetzA

Eine Darstellung der Preisdifferenz auf Monatsbasis für das erste Halbjahr (vgl. Abbildung 7 auf der nächsten Seite) zeigt, dass die Marktwerte mit Ausnahme des Monats Februar für Windstrom an Land zwischen 30% und 57% zurückgegangen sind und für Solarstrom um

31% bis 64%. Hinzu kommt, dass bei hohen Preisen (Daumenregel: bei Wind ab ca. 120 €/MWh und bei PV ab ca. 80 €/MWh) die bis Ende Juni gültige Strompreisbremse gegriffen hat und 90% abgeschöpft hat. Angesichts der Marktwerte für Wind an Land rechnen wir damit, dass die Bremse nicht wirksam war. Bei PV war sie nach unserer Einschätzung in den Monaten Januar bis März wirksam; angesichts der saisonal niedrigen Solarstromproduktion in diesen Monaten gehen wir aber davon aus, dass clearvise keine relevante Abschöpfung zu beklagen hatte. Im Dezember 2022 hat die Strompreisbremse bei wesentlich höheren Strompreisen zu einer Gewinnabschöpfung von €219 tsd. geführt.

Abbildung 7: Preisdifferenz zwischen 2023 und 2023 auf Monatsbasis

All figures in €/MWh	Jan-23	Jan-22	Delta	Feb-23	Feb-22	Delta	Mar-23	Mar-22	Delta
Spotmarktpreis	118	168	-30%	128	129	-1%	103	252	-59%
Wind an Land	87	129	-33%	106	108	-2%	85	198	-57%
Solar	123	178	-31%	123	119	3%	89	207	-57%

All figures in €/MWh	Apr-23	Apr-22	Delta	Mai-23	Mai-22	Delta	Jun-23	Jun-22	Delta
Spotmarktpreis	101	166	-39%	82	177	-54%	95	218	-56%
Wind an Land	89	127	-30%	81	132	-39%	92	197	-53%
Solar	80	146	-45%	54	151	-64%	71	189	-62%

Quelle: First Berlin Equity Research

Trotzdem liegen die Preise in Deutschland im Jahr 2023 bisher bei PV deutlich über den gesicherten Tarifen von clearvises PV-Anlagen, die im Durchschnitt etwas über 50 €/MWh betragen. Bei Wind in Deutschland liegen die EEG-Vergütungen für clearvise im Durchschnitt bei ca. 89 €/MWh. Damit waren in den Monaten Februar und Juni Extraumsätze durch höhere Marktwerte möglich. In Finnland, Frankreich und Irland führt die Indexierung der Preise aufgrund der hohen Inflation zu höheren Vergütungen.

Guidance für 2023: Umsatz- und Ergebnismrückgang durch niedrigere Strompreise In den ersten vier Monaten des laufenden Jahres belief sich die Stromproduktion des Portfolios auf 191,9 GWh (+ 19% J/J). Für das Gesamtjahr geht clearvise von einer Stromproduktion von 513 GWh bis 555 GWh aus. Zwar sind die Strompreise gegenüber dem Vorjahr deutlich gesunken, liegen jedoch weiterhin auf einem hohen Niveau und häufig über den projektspezifischen Tarifen. Aufgrund der hohen Volatilität der Strompreise fußt die Guidance von clearvise für 2023 auf den gesicherten Preisen (Einspeise-Vergütungen und Power Purchase Agreements). Für 2023 geht der Vorstand von einem Umsatz von ca. €42 - €45 Mio. aus und einem um Sondereffekte bereinigten EBITDA von ca. €26 bis €29 Mio. Die im Vergleich zu den Vorjahren deutlich niedrigere EBITDA-Marge begründet das Management auch mit einem antizyklischen Ausbau der Assetmanagementkapazitäten. Wir weisen darauf hin, dass clearvise die Guidance vor dem Verkauf der finnischen Windparks veröffentlicht hat und gehen davon aus, dass das Unternehmen nach Vollzug des Verkaufs (FBe: September 2023) seine Guidance anpassen wird.

Abbildung 8: Guidance für 2023 (vor Verkauf der finnischen Windparks)

Zahlen in € Mio.	unterer Rand	oberer Rand	Mittelwert
Stromproduktion (GWh)	513	555	534,0
Umsatz	42	45	43,5
AEBITDA	26	29	27,5
AEBITDA-Marge (in %)	62%	64%	63,2%

Quelle: First Berlin Equity Research, clearvise AG

Unter der Annahme eines Jahresmarktwerts für Wind und PV in Deutschland von rund 104 €/MWh ergäbe sich nach Aussage des Managements ein Umsatz zwischen ca. €47 Mio. und €51 Mio., und ein um Sondereffekte bereinigtes EBITDA von rund €32 Mio. bis €35 Mio., was einer EBITDA-Margen-Bandbreite von 68% - 69% entspräche.

Schätzungen angepasst Auf der Basis des Geschäftsberichts 2022, der Aussagen des Managements in der Telefonkonferenz und des Verkaufs von Haapajärvi haben wir mehrere Anpassungen an unserem Prognosemodell vorgenommen:

- Wir haben den Ausbaupfad zur Erreichung des 2025-Ziels (750 MW operative Assets) zeitlich nach hinten verlagert, da das Management aufgrund von Projektverschiebungen dieses Jahr nur mit einer geringen Portfolioerweiterung rechnet.
- Wir haben den Verkauf der finnischen Windparks in unserem Modell berücksichtigt. Wir unterstellen, dass clearvise dieses Jahr durch den Verkauf ca. 30% der Jahresstromproduktion, nach unserer Schätzung ca. 27 GWh, entgehen.
- Der Verkaufserlös wird bis zu €8,3 Mio. über dem Buchwert liegen. Wir unterstellen, dass ein Großteil davon (ca. €7,5 Mio.) 2023 als sonstige betriebliche Erträge verbucht wird.
- Wir rechnen im laufenden Jahr aufgrund des verlangsamten Portfolioausbaus und der hohen Barmittelposition nicht mehr mit einer Kapitalerhöhung (bisher: KE im Volumen von €35 Mio.).
- Wir haben unsere Schätzungen für die Personalkosten nach der Ankündigung des Managements, auch antizyklisch in weiteres Personal zu investieren, deutlich erhöht (2023E Schätzung neu: €1,6 Mio. versus alt: €1,1 Mio.).
- Wir haben die gesunkene Nettoverschuldung (€124 Mio. versus €139 Mio. im Vj) im Modell berücksichtigt.
- Wir haben unsere CAPEX- und Abschreibungsplanung an den verzögerten Ausbau des Portfolios angepasst.
- Wir haben unsere Prognose für die spezifische Windproduktion (MWh/MW) des Portfolios für 2023 reduziert. Unsere neue Schätzung von 2.200 MWh/MW orientiert sich an der spezifischen Stromproduktion der letzten beiden Jahre, die etwas unter 2.300 MWh/MW lag und berücksichtigt, dass die verkauften finnischen Windparks eine deutlich höhere spezifische Stromproduktion aufweisen (2022: ca. 2.850 MWh/MW). Vorher waren wir für das gesamte Portfolio von 2.600 MWh/MW ausgegangen.
- Wir unterstellen für 2023E eine Stromproduktion von 472 GWh (-4% J/J).
- Wir haben unsere Strompreisschätzungen für das laufende Jahr erhöht. Bisher hatten wir nur die gesicherten Tarife als Grundlage genommen, jetzt unterstellen wir einen durchschnittlichen Verkaufspreis von 90 €/MWh.

Abbildung 9 auf der nächsten Seite gibt unsere 2023E-Schätzungen für Stromproduktion, durchschnittlichen Verkaufspreis und Umsatz in den Segmenten Wind, Solar und Biogas sowie insgesamt wider.

Abbildung 9: Stromproduktions-, Durchschnittspreis- und Umsatzschätzung für 2023

	Einheit	2023E	2022A	Delta
Wind				
Windstromproduktion	GWh	339,4	375,9	-10%
Durchschnittlicher Verkaufspreis Windstrom	€/MWh	92	104	-12%
Umsatz Wind	€ Mio.	31,2	39,3	-20%
Solar				
Solarstromproduktion	GWh	127,3	112,4	13%
Durchschnittlicher Verkaufspreis Solarstrom	€/MWh	80	207	-61%
Umsatz Solar	€ Mio.	10,2	23,3	-56%
Biogas				
Biogasstromproduktion	GWh	5,6	5,0	12%
Durchschnittlicher Verkaufspreis Biogasstrom	€/MWh	200	296	-32%
Umsatz Biogas	€ Mio.	1,1	1,5	-24%
Summe				
Stromproduktion	GWh	472,3	493,3	-4%
Durchschnittlicher Verkaufspreis	€/MWh	90	130	-31%
Umsatz	€ Mio.	42,5	64,0	-34%

Quelle: First Berlin Equity Research

Insgesamt ergeben sich für 2023E - 2025E niedrigere Umsatz-, EBITDA- und Nettoergebnisschätzungen. Unsere Umsatzschätzung für 2023E sinkt um 17% auf €42,5 Mio. Aufgrund der verzögerten Portfolio-Erweiterung senken wir auch unsere Schätzungen für die Folgejahre.

Abbildung 10: Anpassung der Schätzungen

Alle Zahlen in €Mio.	2023E			2024E			2025E		
	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta
Umsatz	51,4	42,5	-17%	59,3	41,3	-30%	68,3	58,8	-14%
EBITDA	37,6	36,4	-3%	44,3	27,7	-37%	51,3	41,4	-19%
Marge	73,2%	85,6%		74,7%	67,2%		75,1%	70,5%	
Jahresüberschuss	0,9	3,8	322%	1,9	-2,6	-	3,7	-1,8	-
Marge	1,8%	9,0%		3,3%	-6,3%		5,4%	-3,1%	
EPS (verwässert) in €	0,01	0,05	408%	0,02	-0,03	-	0,03	-0,02	-

Quelle: First Berlin Equity Research

Weiterhin Kaufen bei unverändertem Kursziel Nach dem Verkauf der finnischen Windparkassets (30 MW) und den Projektverschiebungen erscheint das Ziel, bis Ende 2025 750 MW operative Assets, und 250 MW gesicherte Projektpipeline zu erreichen, ambitionierter als vorher. Stand Juli 2022 beträgt die Portfoliokapazität knapp 274 MW. Um das Ziel zu erreichen, muss das Portfolio in 2 ½ Jahren um 476 MW oder 174% anwachsen. Immerhin ist die Baugenehmigung für den deutschen Solarpark Wolfengarten (40 MW) jüngst erteilt worden. Die Fertigstellung ist für 2024 geplant. Außerdem hat das Management in den letzten beiden Jahren gezeigt, dass es durchaus in der Lage ist, ein Portfolio zu verdoppeln (von Ende 2020 bis Ende 2022 von 151 MW auf 303 MW). Der stark anziehende Zubau von Wind- und Solarkraftwerken insbesondere in Deutschland sollte in den nächsten beiden Jahren das Marktangebot erhöhen und dem Management in die Hände spielen. Die Modellanpassungen führen insgesamt zu keiner Änderung des auf einem DCF-Modell basierenden Kursziels von €3,70. Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung.



BEWERTUNGSMODELL

DCF Bewertungsmodell*								
Alle Angaben in tsd. EUR	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Nettoumsatz	42.524	41.263	58.758	79.626	85.779	91.916	97.966	103.852
NOPLAT	9.745	4.828	9.958	17.094	16.728	20.901	23.689	26.579
+ Abschreibungen	24.202	21.113	29.646	37.614	42.597	43.069	43.511	43.953
= Operativer Cashflow (netto)	33.948	25.941	39.603	54.708	59.325	63.970	67.201	70.532
- Gesamte Investitionen (Capex und WC)	31.163	-179.258	-248.137	-140.025	-51.290	-51.274	-51.645	-51.563
Capex	32.686	-179.520	-245.787	-137.190	-50.609	-50.554	-50.942	-50.888
Working Capital	-1.523	262	-2.350	-2.835	-680	-720	-703	-676
= Freier Cashflow (FCF)	65.111	-153.317	-208.534	-85.317	8.035	12.696	15.555	18.968
GW der FCFs	63.935	-144.015	-187.405	-73.355	6.610	9.991	11.711	13.662

in Tsd EUR	
GWs der FCFs explizite Periode (2023E-2037E)	-179.850
GWs der FCFs in der Terminalperiode	586.893
Unternehmenswert (EV)	407.043
+ Nettokasse / - Nettoverbindl. (pro forma)	48.999
+ Investitionen / Anteile Dritter	0
Shareholder Value	456.041
Verwässerte Aktienzahl (tsd)	124.608
Fairer Wert je Aktie (in €)	3,66

Terminales Wachstum	2,0%
Terminale EBIT-Marge	39,0%

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 €)	3,70

		Umsatzwachstum in der Terminalperiode						
		1,25%	1,50%	1,75%	2,00%	2,25%	2,50%	2,75%
WACC	3,77%	4,93	5,32	5,81	6,43	7,26	8,42	10,14
	4,02%	4,19	4,48	4,83	5,27	5,84	6,59	7,63
	4,27%	3,58	3,80	4,06	4,38	4,77	5,28	5,95
	4,52%	3,07	3,24	3,43	3,66	3,94	4,29	4,75
	4,77%	2,64	2,76	2,91	3,08	3,28	3,53	3,84
	5,02%	2,26	2,36	2,46	2,59	2,74	2,92	3,14
	5,27%	1,94	2,01	2,09	2,19	2,30	2,43	2,58

* aus Layoutgründen werden nur die Jahre bis 2030 gezeigt, das Modell reicht aber bis 2037



GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Alle Angaben in tsd. EUR	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
Umsatz	36.447	32.881	64.032	42.524	41.263	58.758
Herstellungskosten	-398	-354	-283	-303	-315	-321
Bruttogewinn	36.050	32.527	63.749	42.221	40.948	58.437
Personalkosten	-304	-656	-1.229	-1.630	-1.860	-2.050
Sonstige betriebliche Erträge	936	218	509	8.138	619	881
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-9.003	-10.253	-15.152	-12.332	-11.966	-15.865
EBITDA	27.679	21.836	47.877	36.397	27.741	41.403
Abschreibungen & Amortisation	-18.548	-18.931	-22.565	-24.202	-21.113	-29.646
EBIT	9.131	2.905	25.312	12.195	6.628	11.758
Nettofinanzergebnis	-5.134	-4.717	-6.624	-5.914	-7.413	-11.782
EBT	3.997	-1.812	18.689	6.281	-785	-25
Steuern (inkl. sonstiger Steuern)	-1.631	-1.466	-7.070	-2.450	-1.800	-1.800
Minderheitsbeteiligungen	0	0	0	0	0	0
Nettogewinn/ -verlust	2.366	-3.277	11.619	3.831	-2.585	-1.825
EPS (verwässert)	0,05	-0,06	0,18	0,05	-0,03	-0,02

Kennzahlen

Bruttomarge	98,9%	98,9%	99,6%	99,3%	99,2%	99,5%
EBITDA-Marge	75,9%	66,4%	74,8%	85,6%	67,2%	70,5%
EBIT-Marge	25,1%	8,8%	39,5%	28,7%	16,1%	20,0%
Nettomarge	6,5%	-10,0%	18,1%	9,0%	-6,3%	-3,1%
Steuersatz	40,8%	-80,9%	37,8%	39,0%	-229,2%	-7281,1%

Ausgaben in % vom Umsatz

Personalkosten	0,8%	2,0%	1,9%	3,8%	4,5%	3,5%
Abschreibungen & Amortisation	50,9%	57,6%	35,2%	56,9%	51,2%	50,5%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	24,7%	31,2%	23,7%	29,0%	29,0%	27,0%

Jährliches Wachstum

Gesamtumsatz	10,2%	-9,8%	94,7%	-33,6%	-3,0%	42,4%
EBITDA	6,3%	-21,1%	119,3%	-24,0%	-23,8%	49,3%
Operatives Ergebnis	34,7%	-68,2%	771,3%	-51,8%	-45,7%	77,4%
Nettogewinn/ -verlust	n.m.	n.m.	n.m.	-67,0%	n.m.	n.m.



BILANZ

Alle Angaben in tsd. EUR	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
Vermögen						
Umlaufvermögen, gesamt	23.719	33.826	91.328	106.820	89.496	87.842
Liquide Mittel	17.319	23.198	77.665	94.249	77.087	73.032
Kurzfristige Investitionen	0	0	0	0	0	0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	5.310	5.849	6.933	5.825	5.653	8.049
Vorräte	204	292	232	249	259	264
Sonstige Forderungen	886	4.487	6.497	6.497	6.497	6.497
Anlagevermögen, gesamt	164.190	197.087	266.944	210.055	368.461	584.603
Sachanlagen	157.778	191.327	261.835	205.584	364.545	581.169
Goodwill & Immaterielle Vermögenswerte	6.201	5.571	4.940	4.302	3.747	3.265
Finanzanlagen	211	190	170	169	169	169
Sonstige Vermögenswerte	0	0	0	0	0	0
Aktiva	187.909	230.913	358.272	316.875	457.957	672.445
Eigenkapital und Verbindlichkeiten						
Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt	23.195	30.742	78.535	64.308	71.934	59.867
Zinstragende Verbindlichkeiten (kurzfristig)	18.347	23.674	26.613	15.000	22.526	10.408
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	912	1.416	5.103	2.489	2.588	2.640
Rückstellungen (kurzfristig)	2.686	3.024	9.775	9.775	9.775	9.775
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	1.250	2.628	37.045	37.045	37.045	37.045
Langfristige Verbindlichkeiten, gesamt	125.958	143.973	174.802	143.802	243.940	398.583
Zinstragende Verbindlichkeiten	120.818	138.848	174.554	143.554	243.692	398.335
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	5.140	5.125	248	248	248	248
Mezzanine Kapital	4.888	4.877	0	0	0	0
Anteile Dritter	0	0	0	0	0	0
Eigenkapital	38.756	56.199	104.935	108.765	142.084	213.995
Gezeichnetes Kapital	49.000	57.400	75.356	75.356	89.708	116.504
Kapitalrücklage	14.258	26.578	45.739	45.739	67.291	114.231
Gewinnrücklagen	-24.502	-27.779	-16.160	-12.329	-14.914	-16.739
Passiva	187.909	230.913	358.272	316.875	457.957	672.445
Kennzahlen						
Current ratio (x)	1,02	1,10	1,16	1,66	1,24	1,47
Quick ratio (x)	1,01	1,09	1,16	1,66	1,24	1,46
Nettoverbindlichkeiten	121.846	139.324	123.502	64.305	189.131	335.710
Nettoverschuldungsgrad	314,4%	247,9%	117,7%	59,1%	133,1%	156,9%
Eigenkapitalquote	20,6%	24,3%	29,3%	34,3%	31,0%	31,8%
Finanzverb. inkl. Mezzanine / EBITDA	5,2	7,7	4,2	4,4	9,6	9,9
Buchwert je Aktie (in €)	0,79	1,04	1,58	1,44	1,72	2,08
Return on Equity (ROE)	6,1%	-5,8%	11,1%	3,5%	-1,8%	-0,9%
Return on Investment (ROI)	1,3%	-1,4%	3,2%	1,2%	-0,6%	-0,3%
Return on Assets (ROA)	4,0%	0,6%	5,1%	3,1%	1,1%	1,5%
Return on Capital employed (ROCE)	5,2%	1,6%	11,8%	6,1%	2,6%	2,7%



CASHFLOWRECHNUNG

Alle Angaben in tsd. EUR	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
EBIT	9.131	2.905	25.313	12.195	6.628	11.758
Abschreibungen	18.548	18.931	22.565	24.202	21.113	29.646
EBITDA	27.679	21.836	47.877	36.397	27.741	41.403
Veränderungen Working Capital	-582	-2.420	762	-1.523	262	-2.350
Sonstiges (Rückstellungen, etc.)	-1.194	-917	-403	-2.450	-1.800	-1.800
Operativer Cashflow	25.903	18.499	48.236	32.425	26.203	37.253
Investitionen in Sachanlagen	-262	-15.823	-27.836	32.686	-179.520	-245.787
Investitionen in immaterielle Vermögenswerte	0	0	0	0	0	0
Freier Cashflow	25.641	2.676	20.400	65.111	-153.317	-208.534
Akquisitionen und Verkäufe	365	-14.542	-28.049	0	0	0
Andere Investitionen	0	20	1	0	0	0
Cashflow aus Investitionstätigkeit	103	-30.344	-55.884	32.686	-179.520	-245.787
Cashflow aus FK-Finanzierung, netto	-22.385	-2.996	25.000	-48.527	100.251	130.742
Cashflow aus EK-Finanzierung, netto	0	20.720	37.116	0	35.904	73.736
Gezahlte Dividenden	-980	0	0	0	0	0
Sonstige Finanzierung	0	0	0	0	0	0
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-23.365	17.724	62.116	-48.527	136.155	204.479
FOREX & sonstige Effekte	0	0	0	0	0	0
Veränderung der liquiden Mittel	2.641	5.879	54.468	16.584	-17.162	-4.055
Cash am Anfang der Periode	14.678	17.319	23.198	77.665	94.249	77.087
Cash zum Ende der Periode	17.319	23.198	77.666	94.249	77.087	73.032
EBITDA je Aktie (in €)	0,56	0,40	0,72	0,48	0,34	0,40
Operativer Cashflow je Aktie	0,53	0,34	0,73	0,43	0,32	0,36
Jährliches Wachstum						
Operativer Cashflow	12,9%	-28,6%	160,7%	-32,8%	-19,2%	42,2%
Freier Cashflow	12,3%	-89,6%	662,2%	219,2%	n.m.	n.m.
EBITDA je Aktie	6,3%	-28,5%	78,6%	-33,0%	-30,4%	19,5%

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

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 2. August 2023 um 14:56 Uhr abgeschlossen.

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

Copyright© 2023 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...24	↓	↓	↓	↓
25	18. Juli 2022	€ 2,40	Buy	€ 3,80
26	8. August 2022	€ 2,50	Buy	€ 3,80
27	2. September 2022	€ 2,96	Buy	€ 3,70
28	14. September 2022	€ 2,96	Buy	€ 3,70
29	18. Oktober 2022	€ 2,80	Buy	€ 3,70
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	Heute	€ 2,16	Buy	€ 3,70

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.