

clearvise AG

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

H1-Bericht

BEWERTUNG

KURSZIEL

Aufwärtspotenzial
 Risikobewertung

BUY

€ 3,70

72,9%
 Low

WACKER GESCHLAGEN

clearvise hat ihren Halbjahresbericht veröffentlicht und eine Telefonkonferenz abgehalten. Die Halbjahreszahlen entsprachen unseren Erwartungen und lagen aufgrund des kräftigen Rückgangs der Strompreise deutlich unter den Vorjahreswerten. Der Umsatz sank um 12% J/J auf €23,4 Mio. und das bereinigte EBITDA (AEBITDA) ging um 18% auf €16,8 Mio. zurück. Nach einem Nettogewinn von €4,0 Mio. im Vorjahreszeitraum steht am Ende der ersten Jahreshälfte 2023 ein kleiner Nettoverlust von €79 tsd. Im ersten Halbjahr steigerte clearvise ihre Stromproduktion um 12% J/J auf 277 GWh. Das Unternehmen hat seine Guidance (Umsatz: €42 Mio. - €45 Mio., AEBITDA: €26 Mio. - €29 Mio.) bestätigt, da angesichts der Halbjahreszahlen gut erreichbar sein sollte. Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt weiterhin ein Kursziel von €3,70. Wir bekräftigen unsere Kaufempfehlung.

H1-Zahlen von stark rückläufigen Strompreisen geprägt Trotz einer 12%igen Steigerung der Stromproduktion auf 277 GWh ging der Umsatz um 12% J/J auf €23,4 Mio. zurück. Grund dafür sind die deutlich niedrigeren Strompreise. Sie gingen im clearvise-Grünstrom-Portfolio im Durchschnitt um knapp 22% J/J zurück. Lag der Strompreis in H1/22 noch bei durchschnittlich knapp 108 €/MWh, so betrug er in H1/23 nur noch gut 84 €/MWh. Das um periodenfremde und nicht dem operativen Geschäft zurechenbare Erträge und Aufwendungen (insg. €1,0 Mio.) bereinigte EBITDA (AEBITDA) sank um 18% J/J auf €16,8 Mio. Die AEBITDA-Marge lag bei 71,9% nach 77,6% in H1/22. Das Nettoergebnis belief sich auf €-79 tsd. nach €4,0 Mio. im Vorjahreszeitraum. Die Zahlen stimmen ungefähr mit unseren Schätzungen überein (vgl. Abbildung 1 auf der nächsten Seite). clearvise hat sich in einem deutlich schwierigeren Umfeld damit wacker geschlagen.

(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. 304 MW. Unternehmenssitz ist Wiesbaden in Hessen.

HANDELSDATEN

Stand: 13. Sep 2023

Schlusskurs	€ 2,14
Aktien im Umlauf	75,36 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 161,26 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 1,98 / 2,89
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	20.962

Multiples	2022	2023E	2024E
KGV	12,2	42,1	n.a.
EV/Sales	4,4	6,7	6,9
EV/EBIT	11,2	23,4	43,0
Div.-Rendite	0,0%	0,0%	0,0%

KURSÜBERSICHT



UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 30. Jun 2023

Liquide Mittel	€ 63,93 Mio.
Kurzfristige Vermögenswerte	€ 69,57 Mio.
Immaterielle Vermögenswerte	€ 4,63 Mio.
Bilanzsumme	€ 339,06 Mio.
Kurzfristige Verbindlichkeiten	€ 68,70 Mio.
Eigenkapital	€ 102,06 Mio.

AKTIONÄRSSTRUKTUR

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

Abbildung 1: Berichtete Zahlen versus Schätzungen

in € Mio.	H1-23A	H1-23E	Delta	H1-22A	Delta
Umsatz	23,4	22,5	4%	26,5	-12%
EBITDA	15,8	16,1	-2%	20,2	-21%
Marge	67,7%	71,6%		75,9%	
bereinigtes EBITDA	16,8	16,1	4%	20,6	-18%
Marge	71,9%	71,6%		77,6%	
EBIT	4,1	3,7	12%	9,5	-57%
Marge	17,6%	16,4%		35,9%	
Nettoergebnis	-0,1	-0,2	-	4,0	-
Marge	-0,3%	-0,9%		15,1%	

Quelle: First Berlin Equity Research, clearvise AG

Bilanz bleibt stabil Die Sachanlagen sanken trotz Abschreibungen in Höhe von €11,3 Mio. gegenüber dem Jahresende 2022 nur um 2% auf €258 Mio. Grund dafür sind höhere geleistete Anzahlungen und Anlagen im Bau (€7,4 Mio.). Die liquiden Mittel sanken etwas stärker als die Finanzverbindlichkeiten, daher stieg die Nettoverschuldung um 2% auf 126 Mio. (vgl. Abbildung 2). Das Net Gearing stieg um 5 Prozentpunkte auf 123%. Trotz des leichten Rückgangs des Eigenkapitals (-3%) auf €102 Mio. gelang es clearvise, die Eigenkapitalquote über 30% zu heben, da sich die Bilanz um 5% verkürzte. Im Juli 2023 hat clearvise die Eigenkapitalzwischenfinanzierung für den Solarpark Klettwitz-Nord in Höhe von €31,5 Mio. (inklusive Zinsen) fristgerecht zurückgeführt.

Abbildung 2: Entwicklung ausgewählter Bilanzpositionen

in € Mio.	H1-23A	2022A	Delta
Sachanlagen	257,9	261,8	-2%
Anlagevermögen insgesamt	262,7	266,9	-2%
Liquide Mittel	63,9	77,7	-18%
Umlaufvermögen insgesamt	69,6	86,0	-19%
Eigenkapital	102,1	104,9	-3%
<i>Eigenkapitalquote</i>	<i>30,1%</i>	<i>29,3%</i>	<i>+0,8 PP</i>
Finanzverbindlichkeiten	189,5	201,2	-6%
Nettoverschuldung	125,6	123,5	2%
<i>Net Gearing (Nettoverschuldung/EK in %)</i>	<i>123%</i>	<i>118%</i>	<i>+5 PP</i>
Bilanzsumme	339,1	358,3	-5%

Quelle: First Berlin Equity Research, clearvise AG

Sogar kleiner positiver freier Cashflow Trotz des leicht negativen Nettoergebnisses erzielte clearvise einen soliden operativen Cashflow von €11,2 Mio. (vgl. Abbildung 3 auf der nächsten Seite). Da die Investitionen nur bei €10,2 Mio. lagen, generierte das Unternehmen einen positiven freien Cashflow in Höhe von €1,0 Mio. Der Cashflow aus Finanzierungstätigkeit belief sich auf €-14,8 Mio. und war von der Nettotilgung von Darlehen (€-11,7 Mio.) geprägt. Der Nettocashflow betrug €-13,7 Mio.

Abbildung 3: Kapitalflussrechnung

in € Mio.	H1-23A	H1-22A
Operativer Cashflow	11,2	17,2
CAPEX (inkl. Erwerb v. Tochterunternehmen)	-10,2	-49,7
Freier Cashflow	1,0	-32,6
Cashflow Investitionstätigkeit	-10,1	-49,7
Cashflow Finanzierungstätigkeit	-14,8	46,2
Netto-Cashflow	-13,7	13,6

Quelle: First Berlin Equity Research, clearvise AG

Grünstromportfolio im ersten Halbjahr unverändert Das Grünstromportfolio hat weiterhin eine Gesamtkapazität von 304 MW, davon 169 MW Wind, 134 MW PV und 0,8 MW Biogas. Durch den Verkauf der finnischen Windparks wird die Portfoliokapazität bis zum Jahresende um knapp 30 MW auf 274 MW sinken. Kapazitätswachse sind für dieses Jahr nicht mehr geplant.

clearvise hält trotz schwieriger Rahmenbedingungen an Zielen der clearSCALE2025 Wachstumsinitiative fest Bis Ende 2025 soll das Erzeugungsportfolio eine operative Kapazität von 750 MW haben sowie eine gesicherte Pipeline von 250 MW. Gegenwärtig ist der Erwerb von schlüsselfertigen Projekten kaum mit den Renditezielen von clearvise vereinbar, da intensiver Wettbewerb auf der Käuferseite herrscht. Hier hilft clearvise die zweite Säule ihrer Wachstumsstrategie, clearPARTNERS. Durch die Kooperation mit regionalen Entwicklern steigt clearvise bereits in der Entwicklungsphase in die Projekte ein, kann Ihre Kompetenz einbringen und eine höhere Rendite erzielen. Gegenwärtig beläuft sich die vertraglich gesicherte Projektpipeline auf 334 MW (vgl. Abbildung 4). Insgesamt arbeitet clearvise aktuell aktiv an Neuakquisitionen von rund 520 MW. Für nächstes Jahr ist die Inbetriebnahme von PV-Anlagen mit einer Gesamtkapazität von 88 MW vorgesehen, für 2025 von 91 MW. Damit würde das Grünstromportfolio bis Ende 2025 eine Kapazität von 453 MW erreichen.

Abbildung 4: Gesicherte Projektpipeline

Projekt	Technologie	MW	IBN
Heiligenfelde	PV	10	Q2/24
Wolfsgarten	PV	43	Q2/24
Chassiecq	PV	35	Q3/24
clearPARTNERS 2	PV	66	Q3/25
clearPARTNERS 3	PV	25	Q3/25
Site Optimisation	PV	44	n.a.
Repowering	Wind	111	n.a.
Summe		334	

Quelle: First Berlin Equity Research, clearvise AG

Im August 2023 gab clearvise eine Vereinbarung mit ABO Wind zum Repowering der Windparks Cuq (12 MW) und Losheim (4,5 MW) bekannt. Die Genehmigungen dazu werden für 2025 erwartet. Darüber hinaus wurde die Ausweitung der exklusiven Repowering-Kooperation auf die französischen Windparks La Gargasse (8 MW), Escamps (4 MW), Haute Landes (10 MW) und Saint Nicholas des Biefs (14 MW) beschlossen. Dabei übernimmt ABO Wind die Projektentwicklung, Genehmigungsplanung und Errichtung, während clearvise ein exklusives Vorkaufsrecht auf die neuen, repowerten Windparks erhält. Die zu repowernden Windparks haben bisher zusammen eine Kapazität von knapp 53 MW.



clearvise beziffert das Repoweringpotenzial auf 111 MW. Abzüglich der Altkapazität von 53 MW ergäbe sich damit ein Nettokapazitätszuwachs von 58 MW. Wir gehen davon aus, dass höchstens ein Teil der Repowering-Pipeline bis Ende 2025 abgearbeitet werden kann. Um das 750 MW-Ziel zu erreichen, ist clearvise daher nach unserer Einschätzung auch darauf angewiesen, schlüsselfertige Projekte zu erwerben.

Management lässt Guidance unverändert Das Management hat die zuerst im Geschäftsbericht für 2022 formulierte Guidance bestätigt (vgl. Abbildung 5). Dabei geht das Management allerdings nunmehr davon aus, dass die finnischen Windparks ab dem 1. Oktober keinen Beitrag mehr leisten. Implizit hat clearvise damit ihre Guidance erhöht, da das Unternehmen dieses Jahr durch den Verkauf der finnischen Windparks eine Stromproduktion von geschätzt 27 GWh verliert. Nord Pool zufolge schwankte der monatliche Strompreis in Finnland von Januar bis August von 33 €/MWh bis 80 €/MWh. Bei dieser Schwankungsbreite würde clearvise in Q4 ein Umsatz von €0,9 Mio. bis €2,2 Mio. entgehen.

Abbildung 5: Guidance für 2023

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

Weiterhin Kaufen bei unverändertem Kursziel Wir lassen unsere Schätzungen für 2023 unverändert. Unsere EBITDA-Schätzung von €36,4 Mio. enthält €7,5 Mio. an Erträgen aus dem Verkauf der finnischen Windparks, die in der AEBITDA-Guidance des Unternehmens nicht enthalten sind. Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt weiterhin ein Kursziel 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	64.261	-144.750	-188.362	-73.729	6.643	10.042	11.770	13.732

in Tsd EUR	
GWs der FCFs explizite Periode (2023E-2037E)	-180.769
GWs der FCFs in der Terminalperiode	589.889
Unternehmenswert (EV)	409.121
+ Nettokasse / - Nettoverbindl. (pro forma)	49.690
+ Investitionen / Anteile Dritter	0
Shareholder Value	458.810
Verwässerte Aktienzahl (tsd)	124.860
Fairer Wert je Aktie (in €)	3,67

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%	4,94	5,34	5,82	6,45	7,28	8,44	10,17
	4,02%	4,21	4,50	4,85	5,29	5,86	6,61	7,65
	4,27%	3,60	3,81	4,07	4,39	4,79	5,29	5,97
	4,52%	3,08	3,25	3,44	3,67	3,96	4,31	4,76
	4,77%	2,65	2,77	2,92	3,09	3,30	3,55	3,86
	5,02%	2,27	2,37	2,48	2,60	2,76	2,94	3,16
	5,27%	1,95	2,02	2,10	2,20	2,31	2,44	2,60

* 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 Regulations (MiFIR) 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 14. September 2023 um 13:05 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...25	↓	↓	↓	↓
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	2. August 2023	€ 2,16	Buy	€ 3,70
34	Heute	€ 2,14	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 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.