

# clearvise AG

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

Update

## BEWERTUNG

### KURSZIEL

Aufwärtspotenzial  
 Risikobewertung

## BUY

€ 2,90

78,5%

Low

## CLEARVISE SETZT EXPANSIONSSTRATEGIE FORT

clearvise hat den im Bau befindlichen deutschen Windpark „Weilrod 2“ (18,6 MW) erworben und damit ihr Portfolio auf über 470 MW erweitert. Neben operativ tätigen Assets (316 MW) sind 55 MW im Bau und 102 MW in der Planung. Wir rechnen in den nächsten Wochen mit dem ursprünglich für Ende 2024 geplanten Netzanschluss des französischen PV-Parks Chassiecq (36,4 MW). Projektverschiebungen in Italien veranlassen uns dazu, unsere Wachstumsplanung für das laufende Jahr etwas vorsichtiger zu gestalten. Während clearvise unsere Wachstumsannahme im Windbereich mit dem Kauf von Weilrod 2 bereits erfüllt hat, schrauben wir unsere Wachstumsannahme für den PV-Bereich etwas zurück (+63 MWp statt bisher +79 MWp, zuzüglich 36,4 MW Chassiecq) und haben unsere Schätzungen überarbeitet. Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt weiterhin ein Kursziel von €2,90. Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung.

**Weilrod 2 ist eine sehr gute Portfolioergänzung** Der Windpark Weilrod 2, der im September ans Netz angeschlossen werden soll, ergänzt das Portfolio von clearvise sehr gut, da er in direkter Nachbarschaft von Weilrod 1 liegt, der seit 2015 von clearvise betrieben wird. Damit verfügt das Unternehmen am Standort bereits über eine sehr gute Datengrundlage, was die Prognosesicherheit für Weilrod 2 erhöht. clearvise beziffert die erwartete durchschnittliche jährliche Produktion auf mehr als 53 GWh (spezifische Stromproduktion: ca. 2.850 MWh/MW). Der Windpark hat in der Ausschreibung im Februar 2024 eine EEG-Einspeisevergütung mit einer Laufzeit von 20 Jahren erhalten. Der durchschnittliche gewichtete Zuschlagswert der Ausschreibung lag bei 73,40 €/MWh. Nimmt man diesen Wert und eine Windstromproduktion von 53 GWh p.a. als Grundlage, sollte der Windpark einen jährlichen Umsatz von ca. €3,9 Mio. erzielen.

**Portfolio 2024 solarseitig erweitert** Mit dem Erwerb des deutschen PV-Parks Wolfsgarten (42,7 MWp) hat clearvise ihr Portfolio operativ tätiger Assets auf 316 MW erweitert, davon 139 MW Wind und 177 MWp PV. (b.w.)

## FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Umsatz (€ Mio.)	32,9	65,2	44,8	36,0	42,6	55,4
Jährliches Wachstum	-9,8%	98,2%	-31,2%	-19,6%	18,3%	30,0%
EBIT (€ Mio.)	2,9	30,4	13,5	5,8	8,2	14,7
EBIT-Marge	8,8%	46,7%	30,1%	16,0%	19,2%	26,6%
Jahresübers. (€ Mio.)	-3,3	21,3	5,0	-1,7	-1,4	1,7
EPS (verwässert) (€)	-0,06	0,34	0,07	-0,02	-0,02	0,02
DPS (€)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF (€ Mio.)	2,7	21,9	14,8	-8,5	-72,0	-71,9
Nettoverschuldungsgrad	167,3%	112,9%	79,4%	89,3%	114,8%	126,9%
Liquide Mittel (€ Mio.)	23,2	77,7	48,0	33,4	32,3	50,0

## RISIKEN

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

## UNTERNEHMENSPROFIL

Die clearvise AG ist Eigentümerin und Betreiberin eines europäischen Portfolios von Wind- und Solaranlagen. Das Unternehmen ist in Deutschland, Irland, Frankreich und Italien aktiv. Ende 2024 hatte das operative Portfolio eine Kapazität von ca. 316 MW. Unternehmenssitz ist Wiesbaden in Hessen.

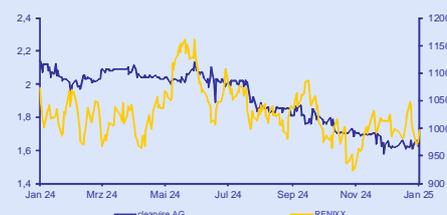
## HANDELSDATEN

Stand: 15. Jan 2025

Schlusskurs	€ 1,63
Aktien im Umlauf	75,36 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 122,45 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 1,58 / 2,14
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	19.323

Multiples	2023	2024E	2025E
KGV	24,7	n.a.	n.a.
EV/Sales	5,6	6,9	5,9
EV/EBIT	18,5	43,4	30,7
Div.-Rendite	0,0%	0,0%	0,0%

## KURSÜBERSICHT



## UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 30. Sep 2024

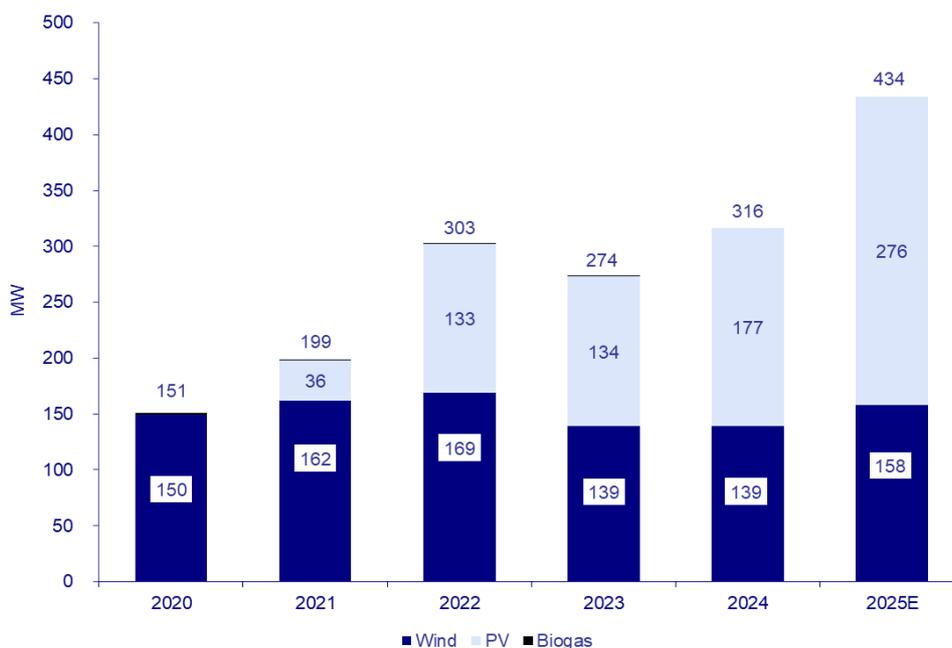
Liquide Mittel	€ 36,10 Mio.
Kurzfristige Vermögenswerte	€ 46,65 Mio.
Immaterielle Vermögenswerte	€ 0,00 Mio.
Bilanzsumme	€ 380,19 Mio.
Kurzfristige Verbindlichkeiten	€ 39,94 Mio.
Eigenkapital	€ 160,76 Mio.

## AKTIONÄRSSTRUKTUR

Tion Renewables AG	30,9%
Free Float	69,1%

**Portfolioexpansion im laufenden Jahr bei Wind und PV geplant** Der Windpark Weilrod 2 (18,6 MW) soll wie erwähnt im September ans Netz gehen. Der französische PV-Park Chassiecq (36,4 MWp) dürfte noch im Januar ans Netz angeschlossen werden. Darüber hinaus plant clearvise, die ersten beiden italienischen PV-Parks (7,6 MWp und 6,6 MWp) in H2/25 in Betrieb zu nehmen, während sich das PV-Projekt auf Sardinien (16,1 MW) ins Jahr 2026 verschieben dürfte. Wir unterstellen für dieses Jahr, dass clearvise neben dem Windpark Weilrod 2 und der PV-Anlage Chassiecq weitere 63 MWp an PV-Kapazität ans Netz bringen wird. Damit würde die Kapazität der operativ tätigen Assets bis Jahresende auf 434 MW (FBe bisher: 449 MW) steigen (vgl. Abbildung 1). Weitere Portfoliozuwächse sind durch Zukäufe möglich. clearvise verfolgt das Ziel, eine Mischung von ca. 2/3 PV- und 1/3 Windkapazität zu aufzubauen, um eine ausgewogene Stromproduktion (ungefähr hälftig Wind und PV) zu erreichen. Seit 2020 hat das Unternehmen die operativ tätige Kapazität des Portfolios auf 316 MW mehr als verdoppelt. Der Anteil der PV an der Gesamtkapazität betrug Ende 2024 56%, während er 2020 noch bei 0% lag.

**Abbildung 1: Entwicklung der operativen Portfoliokapazität von 2020 bis 2025E**



Quelle: First Berlin Equity Research, clearvise AG

**Französisches PV-Projekt „La Chatre“ erhält Einspeisevergütung** Im Oktober 2024 hatte clearvise den Erwerb von 70% des genehmigten Agri-PV-Projekts La Chatre (ca. 71,5 MW) bekannt gegeben. Für die ersten 30 MW hat clearvise jetzt in einer Auktion einen 20jährigen Einspeisetarif in Höhe von 78 €/MWh erhalten. Aufgrund des langsamen Netzausbaus ist der Netzanschluss bis 2029 geplant.

**Stromproduktionsprognose leicht gesenkt** Wir haben unsere Stromproduktions-schätzung für 2024E erneut leicht gesenkt, nachdem auch der November und der Dezember von eher schwachen Windbedingungen gekennzeichnet waren. Im Oktober hatte clearvise 32,5 GWh produziert und damit in den ersten zehn Monaten 383,9 GWh. Wir unterstellen für Q4/24 nunmehr eine Stromproduktion von 96,6 GWh und für das Jahr 2024 448,9 GWh. Unsere aktualisierten Kapazitätsexpansionsannahmen führen für 2025E zu einer Stromproduktionsprognose von 544 GWh (vgl. Abbildung 2 auf der nächsten Seite).



## Abbildung 2: Stromproduktion 2023 – 2025E

Stromproduktion in MWh	2023	2024E	2025E
Wind	403.365	306.680	329.176
Solar	125.292	142.240	214.469
Biogas	4.929	0	0
<b>Summe</b>	<b>533.586</b>	<b>448.920</b>	<b>543.645</b>

Quelle: First Berlin Equity Research, clearvise AG

Gemäß unseren Annahmen würde die Stromproduktion von clearvise 2025 gegenüber dem Vorjahr um 21% wachsen. Bei unserer Prognose für 2025 haben wir die Stromproduktion von Grünstromanlagen, die im Laufe dieses Jahres ans Netz angeschlossen werden sollen, bereits anteilig berücksichtigt.

**Schätzungen angepasst** Unsere Anpassung der Stromproduktionsprognose führt bei unveränderten Strompreisannahmen zu einer leichten Senkung unserer Schätzungen für 2024E und die Folgejahre. Für 2024E liegen wir jetzt im mittleren Bereich der Guidance (vgl. Abbildung 3).

## Abbildung 3: Guidance für 2024 und FBe

Zahlen in € Mio.	unterer Rand	oberer Rand	Mittelwert	FBe (neu)	FBe (alt)
Stromproduktion (GWh)	440	460	450	449	456
Umsatz	35,5	37,0	36,3	36,0	36,4
AEBITDA	21,8	23,1	22,5	22,3	22,7
AEBITDA-Marge (in %)	61,4%	62,4%	61,9%	61,9%	62,4%

Quelle: First Berlin Equity Research, clearvise AG

Für 2025E gehen wir nunmehr von einem Umsatzwachstum von 18% J/J auf €42,6 Mio. aus (vgl. Abbildung 4).

## Abbildung 4: Umsatzprognose

Umsatz in €tsd.	2023	2024E	2025E
Wind	34.521	28.215	30.613
Solar	9.132	7.823	12.010
Biogas	1.189	0	0
<b>Gesamt</b>	<b>44.842</b>	<b>36.038</b>	<b>42.624</b>

Quelle: First Berlin Equity Research, clearvise AG

Insgesamt haben wir unsere Umsatz- und AEBITDA-Prognosen leicht zurückgenommen, sehen clearvise aber angesichts des Ausbaus der Portfoliokapazität weiterhin auf dem Wachstumspfad. Unsere überarbeiteten Prognosen der Abschreibungen und der Zinszahlungen führen zu einer Verbesserung der Nettoergebnisschätzungen (vgl. Abbildung 5 auf der nächsten Seite).

**Abbildung 5: Veränderung der Schätzungen**

Alle Zahlen in € Mio.	2024E			2025E			2026E		
	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta
Umsatz	36,4	36,0	-1%	43,9	42,6	-3%	56,5	55,4	-2%
AEBITDA	22,7	22,3	-2%	27,1	26,4	-3%	36,4	35,7	-2%
Marge	62,4%	61,9%		61,8%	62,0%		64,5%	64,5%	
Jahresüberschuss	-2,1	-1,7	-	-3,2	-1,4	-	-0,5	1,7	-
Marge	-5,8%	-4,7%		-7,3%	-3,2%		-0,9%	3,1%	
EPS (verw ässert) in €	-0,03	-0,02	-	-0,04	-0,02	-	-0,01	0,02	-

Quelle: First Berlin Equity Research, clearvise AG

**Weiterhin Kaufen bei unverändertem Kursziel** Ein aktualisiertes DCF-Modell, das die überarbeiteten Schätzungen berücksichtigt, ergibt weiterhin ein Kursziel von €2,90. Ende 9M/24 betrug der Eigenkapitalbuchwert €160,8 Mio. Dies entspricht bei 75,4 Mio. Aktien einem Eigenkapitalbuchwert pro Aktie von €2,09. Damit liegt der Aktienkurs gegenwärtig ca. 20% unter dem EK-Buchwert. Wir sehen die Aktie zum gegenwärtigen Kurs als deutlich unterbewertet an (Kurspotenzial >70%) und bestätigen unsere Kaufempfehlung.



## BEWERTUNGSMODELL

DCF Bewertungsmodell*								
Alle Angaben in tsd. EUR	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
<b>Nettoumsatz</b>	<b>36.038</b>	<b>42.624</b>	<b>55.403</b>	<b>63.713</b>	<b>68.289</b>	<b>72.839</b>	<b>77.315</b>	<b>81.666</b>
<b>NOPLAT</b>	<b>3.966</b>	<b>6.363</b>	<b>12.824</b>	<b>14.634</b>	<b>16.797</b>	<b>18.279</b>	<b>19.766</b>	<b>21.133</b>
+ Abschreibungen	15.739	18.244	21.011	26.090	26.995	27.858	28.702	29.508
= Operativer Cashflow (netto)	19.705	24.608	33.835	40.724	43.791	46.137	48.468	50.640
- Gesamte Investitionen (Capex und WC)	-28.251	-96.633	-105.769	-38.160	-37.787	-38.092	-38.084	-37.747
Capex	-28.353	-96.182	-104.894	-37.591	-37.559	-37.876	-37.885	-37.566
Working Capital	102	-451	-875	-569	-228	-215	-199	-180
= Freier Cashflow (FCF)	-8.546	-72.025	-71.934	2.564	6.004	8.046	10.384	12.894
<b>GW der FCFs</b>	<b>-8.546</b>	<b>-68.975</b>	<b>-65.852</b>	<b>2.244</b>	<b>5.022</b>	<b>6.433</b>	<b>7.937</b>	<b>9.421</b>

in Tsd EUR	
GWs der FCFs explizite Periode (2024E-2038E)	-26.528
GWs der FCFs in der Terminalperiode	409.030
Unternehmenswert (EV)	382.502
+ Nettokasse / - Nettoverbindl. (pro forma)	-97.554
+ Investitionen / Anteile Dritter	0
Shareholder Value	284.948
Verwässerte Aktienzahl (tsd)	99.029
<b>Fairer Wert je Aktie (in €)</b>	<b>2,88</b>

Terminales Wachstum	2,0%
Terminale EBIT-Marge	34,0%

WACC		Umsatzwachstum in der Terminalperiode						
		1,25%	1,50%	1,75%	2,00%	2,25%	2,50%	2,75%
	3,86%	3,88	4,23	4,67	5,23	5,95	6,95	8,39
	4,11%	3,26	3,53	3,85	4,26	4,77	5,43	6,35
	4,36%	2,74	2,95	3,19	3,49	3,86	4,33	4,94
	4,61%	2,30	2,46	2,65	2,88	3,15	3,49	3,91
	4,86%	1,93	2,05	2,20	2,37	2,58	2,82	3,13
	5,11%	1,60	1,70	1,81	1,95	2,10	2,29	2,51
	5,36%	1,31	1,39	1,48	1,59	1,71	1,85	2,02

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



## GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Alle Angaben in tsd. EUR	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>Umsatz</b>	<b>32.881</b>	<b>65.159</b>	<b>44.841</b>	<b>36.038</b>	<b>42.624</b>	<b>55.403</b>
Herstellungskosten	-354	-283	-471	0	0	0
<b>Bruttogewinn</b>	<b>32.527</b>	<b>64.876</b>	<b>44.370</b>	<b>36.038</b>	<b>42.624</b>	<b>55.403</b>
Personalkosten	-656	-1.521	-1.588	-2.049	-2.150	-2.216
Sonstige betriebliche Erträge	218	509	6.673	3.252	2.131	831
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-10.253	-15.694	-15.673	-15.736	-16.197	-18.283
<b>EBITDA</b>	<b>21.836</b>	<b>48.171</b>	<b>31.898</b>	<b>21.505</b>	<b>26.408</b>	<b>35.735</b>
Abschreibungen & Amortisation	-18.931	-17.743	-18.407	-15.739	-18.244	-21.011
<b>EBIT</b>	<b>2.905</b>	<b>30.428</b>	<b>13.491</b>	<b>5.766</b>	<b>8.163</b>	<b>14.724</b>
Nettofinanzergebnis	-4.717	-4.090	-7.005	-5.674	-7.741	-11.105
<b>EBT</b>	<b>-1.812</b>	<b>26.338</b>	<b>6.486</b>	<b>91</b>	<b>423</b>	<b>3.619</b>
Steuern (inkl. sonstiger Steuern)	-1.466	-5.021	-1.533	-1.800	-1.800	-1.900
Minderheitsbeteiligungen	0	0	0	0	0	0
<b>Nettogewinn/ -verlust</b>	<b>-3.277</b>	<b>21.317</b>	<b>4.953</b>	<b>-1.709</b>	<b>-1.377</b>	<b>1.719</b>
<b>EPS (verwässert)</b>	<b>-0,06</b>	<b>0,34</b>	<b>0,07</b>	<b>-0,02</b>	<b>-0,02</b>	<b>0,02</b>
<b>AEBITDA</b>	<b>22.574</b>	<b>50.350</b>	<b>30.275</b>	<b>22.298</b>	<b>26.408</b>	<b>35.735</b>
<b>Kennzahlen</b>						
Bruttomarge	98,9%	99,6%	98,9%	100,0%	100,0%	100,0%
EBITDA-Marge	66,4%	73,9%	71,1%	59,7%	62,0%	64,5%
AEBITDA-Marge	68,7%	77,3%	67,5%	61,9%	62,0%	64,5%
EBIT-Marge	8,8%	46,7%	30,1%	16,0%	19,2%	26,6%
Nettomarge	-10,0%	32,7%	11,0%	-4,7%	-3,2%	3,1%
Steuersatz	-80,9%	19,1%	23,6%	1967,7%	425,8%	52,5%
<b>Ausgaben in % vom Umsatz</b>						
Personalkosten	2,0%	2,3%	3,5%	5,7%	5,0%	4,0%
Abschreibungen & Amortisation	57,6%	27,2%	41,0%	43,7%	42,8%	37,9%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	31,2%	24,1%	35,0%	43,7%	38,0%	33,0%
<b>Jährliches Wachstum</b>						
Gesamtumsatz	-9,8%	98,2%	-31,2%	-19,6%	18,3%	30,0%
EBITDA	-21,1%	120,6%	-33,8%	-32,6%	22,8%	35,3%
Operatives Ergebnis	-68,2%	947,4%	-55,7%	-57,3%	41,6%	80,4%
Nettogewinn/ -verlust	n.m.	n.m.	-76,8%	n.m.	n.m.	n.m.



## BILANZ

Alle Angaben in tsd. EUR	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>Vermögen</b>						
<b>Umlaufvermögen, gesamt</b>	<b>33.785</b>	<b>90.376</b>	<b>61.498</b>	<b>46.685</b>	<b>46.477</b>	<b>65.919</b>
Liquide Mittel	23.198	77.665	47.990	33.417	32.307	49.999
Kurzfristige Investitionen	27	27	438	438	438	438
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	5.043	6.201	5.177	4.937	5.839	7.589
Vorräte	292	232	0	0	0	0
Sonstige Forderungen	5.225	6.251	7.163	7.163	7.163	7.163
<b>Anlagevermögen, gesamt</b>	<b>278.946</b>	<b>360.969</b>	<b>301.588</b>	<b>314.447</b>	<b>392.384</b>	<b>476.267</b>
Sachanlagen	275.251	352.576	291.461	304.075	382.012	465.895
Finanzanlagen	203	855	466	711	711	711
Latente Steueransprüche	3.492	7.490	7.020	7.020	7.020	7.020
Sonstige Vermögenswerte	0	48	2.642	2.642	2.642	2.642
<b>Aktiva</b>	<b>312.731</b>	<b>451.345</b>	<b>363.086</b>	<b>361.132</b>	<b>438.861</b>	<b>542.186</b>
<b>Eigenkapital und Verbindlichkeiten</b>						
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt</b>	<b>27.256</b>	<b>71.480</b>	<b>40.221</b>	<b>37.409</b>	<b>29.742</b>	<b>29.214</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten (kurzfristig)	20.392	51.522	28.199	25.526	17.408	16.004
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	1.893	5.812	2.607	2.468	2.919	3.795
Rückstellungen (kurzfristig)	137	718	290	290	290	290
Leasingverbindlichkeiten	1.660	996	962	962	962	962
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	3.174	12.432	8.163	8.163	8.163	8.163
<b>Langfristige Verbindlichkeiten, gesamt</b>	<b>187.960</b>	<b>223.917</b>	<b>163.751</b>	<b>166.317</b>	<b>233.854</b>	<b>309.765</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten	146.556	176.376	122.952	148.935	216.472	292.383
Leasingverbindlichkeiten	19.451	25.876	23.662	23.662	23.662	23.662
Latente Steuerschulden	11.067	14.493	10.713	10.713	10.713	10.713
Langfristige Rückstellungen	8.929	6.363	6.021	6.021	6.021	6.021
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	21.953	21.665	17.137	17.382	17.382	17.382
<b>Anteile Dritter</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>7</b>
<b>Eigenkapital</b>	<b>97.515</b>	<b>155.948</b>	<b>159.107</b>	<b>157.398</b>	<b>175.258</b>	<b>203.200</b>
Gezeichnetes Kapital	57.400	75.356	75.356	75.356	86.671	100.695
Kapitalrücklage	25.591	44.752	44.752	44.752	52.673	64.873
Gewinnrücklagen	14.524	35.841	38.999	37.290	35.913	37.632
<b>Passiva</b>	<b>312.731</b>	<b>451.345</b>	<b>363.086</b>	<b>361.132</b>	<b>438.861</b>	<b>542.186</b>
<b>Kennzahlen</b>						
Current ratio (x)	1,24	1,26	1,53	1,25	1,56	2,26
Quick ratio (x)	1,23	1,26	1,53	1,25	1,56	2,26
Nettoverbindlichkeiten	163.174	176.082	126.385	140.606	201.135	257.950
Nettoverschuldungsgrad	167,3%	112,9%	79,4%	89,3%	114,8%	126,9%
Eigenkapitalquote	31,2%	34,6%	43,8%	43,6%	39,9%	37,5%
Buchwert je Aktie (in €)	1,80	2,46	2,11	2,09	2,16	2,17
Return on Equity (ROE)	-3,4%	13,7%	3,1%	-1,1%	-0,8%	0,8%
Return on Investment (ROI)	-1,0%	4,7%	1,4%	-0,5%	-0,3%	0,3%
Return on Assets (ROA)	0,5%	6,4%	3,4%	1,3%	1,5%	2,5%
Return on Capital employed (ROCE)	1,3%	9,5%	4,1%	1,9%	2,3%	3,4%



## CASHFLOWRECHNUNG

Alle Angaben in tsd. EUR	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>EBIT</b>	<b>2.905</b>	<b>30.428</b>	<b>13.491</b>	<b>5.766</b>	<b>8.163</b>	<b>14.724</b>
Abschreibungen	18.931	17.743	18.407	15.739	18.244	21.011
<b>EBITDA</b>	<b>21.836</b>	<b>48.171</b>	<b>31.898</b>	<b>21.505</b>	<b>26.408</b>	<b>35.735</b>
Veränderungen Working Capital	-2.420	0	0	102	-451	-875
Sonstiges (Rückstellungen, etc.)	-917	1.511	-16.607	-1.800	-1.800	-1.900
<b>Operativer Cashflow</b>	<b>18.499</b>	<b>49.682</b>	<b>15.291</b>	<b>19.806</b>	<b>24.157</b>	<b>32.959</b>
Investitionen in Sachanlagen	-15.823	-27.792	-449	-28.353	-96.182	-104.894
Investitionen in immaterielle Vermögenswerte	0	0	0	0	0	0
<b>Freier Cashflow</b>	<b>2.676</b>	<b>21.890</b>	<b>14.842</b>	<b>-8.546</b>	<b>-72.025</b>	<b>-71.934</b>
Akquisitionen und Verkäufe	-14.542	-27.155	9.905	0	0	0
Andere Investitionen	20	0	-245	0	0	0
<b>Cashflow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-30.344</b>	<b>-54.947</b>	<b>9.211</b>	<b>-28.353</b>	<b>-96.182</b>	<b>-104.894</b>
Cashflow aus FK-Finanzierung, netto	-2.996	23.641	-54.465	-6.026	51.679	63.402
Cashflow aus EK-Finanzierung, netto	20.720	37.116	0	0	19.236	26.223
Gezahlte Dividenden	0	0	0	0	0	0
Sonstige Finanzierung	0	-1.025	-987	0	0	0
<b>Cashflow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>17.724</b>	<b>59.732</b>	<b>-55.452</b>	<b>-6.026</b>	<b>70.915</b>	<b>89.626</b>
FOREX & sonstige Effekte	0	0	0	0	0	0
<b>Veränderung der liquiden Mittel</b>	<b>5.879</b>	<b>54.467</b>	<b>-30.950</b>	<b>-14.573</b>	<b>-1.110</b>	<b>17.691</b>
Cash am Anfang der Periode	17.319	23.198	77.665	47.990	33.417	32.307
<b>Cash zum Ende der Periode</b>	<b>23.198</b>	<b>77.665</b>	<b>46.715</b>	<b>33.417</b>	<b>32.307</b>	<b>49.999</b>
<b>EBITDA je Aktie (in €)</b>	<b>0,40</b>	<b>0,76</b>	<b>0,42</b>	<b>0,29</b>	<b>0,33</b>	<b>0,38</b>
<b>Operativer Cashflow je Aktie</b>	<b>0,34</b>	<b>0,78</b>	<b>0,20</b>	<b>0,26</b>	<b>0,30</b>	<b>0,35</b>
<b>Jährliches Wachstum</b>						
Operativer Cashflow	-28,6%	168,6%	-69,2%	29,5%	22,0%	36,4%
Freier Cashflow	-89,6%	717,9%	-32,2%	n.m.	n.m.	n.m.
EBITDA je Aktie	-28,5%	88,0%	-44,2%	-32,6%	14,2%	17,0%

## Imprint / Disclaimer

### First Berlin Equity Research

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

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

Anschrift:

First Berlin Equity Research GmbH

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](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, Friedrichstraße 69, 10117 Berlin**

Die Erstellung dieser Empfehlung wurde am 16. Januar 2025 um 14:07 Uhr abgeschlossen.

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

**Copyright© 2025 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 <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...33	↓	↓	↓	↓
34	14. September 2023	€ 2,14	Buy	€ 3,70
35	10. Januar 2024	€ 2,12	Buy	€ 3,30
36	21. Februar 2024	€ 1,99	Buy	€ 3,20
37	19. April 2024	€ 2,04	Buy	€ 3,20
38	6. Mai 2024	€ 2,04	Buy	€ 3,10
39	18. Juli 2024	€ 1,99	Buy	€ 3,10
40	15. August 2024	€ 1,86	Buy	€ 3,10
41	18. November 2024	€ 1,71	Buy	€ 2,90
42	Heute	€ 1,63	Buy	€ 2,90

### 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.**