

clearvise AG

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

Update

BEWERTUNG

KURSZIEL

Aufwärtspotenzial
 Risikobewertung

BUY

€ 4,00

80,2%

Low

ATEMBERAUBENDES AUSBAUTEMPO – KURSZIEL ERHÖHT

clearvise plant, ihr Grünstromportfolio, das Ende 2020 eine Kapazität von 151 MW hatte, bis Ende 2025 auf 1.000 MW auszubauen. Davon sollen 750 MW in Betrieb sein und 250 MW in der Pipeline. Damit würde clearvise die Kapazität ihrer operativ tätigen Grünstromanlagen innerhalb von fünf Jahren verfünffachen. Wir rechnen mit einem starken Ausbau der Solarassets, um das Portfolio weniger anfällig für die volatile Windkraft zu machen und unterstellen für Ende 2025 eine Aufteilung von 535 MW PV zu 214 MW Windkraft, also ca. 70% PV- und 30% Wind-Anteil. Damit sollte sich die Stromproduktion bis Ende 2025 mehr als verdoppeln (2020: 427 GWh, 2025E: 989 GWh) und zu gleichen Teilen aus Wind- und PV-Strom bestehen. Nachdem das Management das Portfolio 2021 auf 255 MW (davon 199 MW bereits im Betrieb) ausgedehnt und im Januar 2022 den Erwerb eines deutschen 90 MW-Solarparks bekannt gegeben hat, halten wir die Zielsetzung für 2025 für gut erreichbar. Das Unternehmen verfügt über ein grundsolides und klar strukturiertes Geschäftsmodell und bietet ein Produkt an, das sich in den nächsten Jahrzehnten stark steigender Nachfrage erfreuen wird – Grünstrom. Die deutsche Bundesregierung hat eine deutliche Beschleunigung des Ausbautempos bei Wind und Solar angekündigt und plant eine Erhöhung der Grünstromproduktion von 224 TWh im Jahr 2021 auf mindestens 544 TWh (= 80% der Bruttostromverbrauchsprognose von mindestens 680 TWh) im Jahr 2030. Das ist mehr als eine Verdoppelung in nur 9 Jahren. Damit bieten sich clearvise in den nächsten Jahren ausgezeichnete Wachstumschancen. Die gegenwärtig sehr hohen Strompreise (Spot-Börsenstrompreis Januar 2022: 168 €/MWh, Februar 2022: 129 /MWh) bieten dem Unternehmen über die EEG-Vergütung hinaus zusätzliche Erträge beim Grünstromverkauf. Wir nehmen die von clearvise verkündeten Ausbauziele als Grundlage für die deutliche Anhebung unserer Stromproduktions-, Umsatz- und EBITDA-Prognosen. Ein auf Basis der überarbeiteten Schätzungen aktualisiertes DCF-Modell führt zur Erhöhung des Kursziels auf €4,00 (bisher: €3,30). Wir bekräftigen unsere Kaufempfehlung. (b.w.)

FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Umsatz (€ Mio.)	31,67	33,08	36,45	31,25	44,62	51,37
Jährliches Wachstum	19,9%	4,5%	10,2%	-14,3%	42,8%	15,1%
EBIT (€ Mio.)	6,47	6,78	9,13	2,10	8,95	10,84
EBIT-Marge	20,4%	20,5%	25,1%	6,7%	20,1%	21,1%
Jahresübers. (€ Mio.)	-1,28	-0,40	2,37	-4,81	0,71	1,03
EPS (verwässert) (€)	-0,03	-0,01	0,05	-0,09	0,01	0,01
DPS (€)	0,01	0,02	0,02	0,00	0,00	0,00
FCF (€ Mio.)	11,84	22,84	25,64	-31,19	-89,73	-81,29
Nettoverschuldungsgrad	416,9%	379,5%	314,4%	253,7%	225,1%	204,2%
Liquide Mittel (€ Mio.)	14,54	14,68	17,32	17,81	19,62	31,71

RISIKEN

Unterdurchschnittliche Windbedingungen oder Sonneneinstrahlung, technische Probleme bei Grünstromanlagen, Verschlechterung der Förderbedingungen für erneuerbare Energien, Eigen- und Fremdkapitalbeschaffung.

UNTERNEHMENSPROFIL

Die clearvise AG ist Eigentümerin und Betreiberin eines europäischen Portfolios von Grünstromanlagen (Wind, Solar, Biogas). Das Unternehmen ist in Deutschland, Irland, Frankreich und Finnland aktiv. Ende 2021 lag die Gesamtkapazität bei ca. 255 MW, davon waren ca. 200 MW operativ tätig. Unternehmenssitz ist Wiesbaden in Hessen.

HANDELSDATEN

Stand: 18. Mrz 2022

Schlusskurs	€ 2,22
Aktien im Umlauf	57,40 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 127,43 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 1,84 / 2,76
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	24.610

Multiples	2020	2021E	2022E
KGV	46,0	n.a.	204,2
EV/Sales	6,5	7,6	5,3
EV/EBIT	26,0	112,8	26,5
Div.-Rendite	0,9%	0,0%	0,0%

KURSÜBERSICHT



UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 30. Jun 2021

Liquide Mittel	€ 31,91 Mio.
Kurzfristige Vermögenswerte	€ 36,50 Mio.
Immaterielle Vermögenswerte	€ 11,57 Mio.
Bilanzsumme	€ 229,10 Mio.
Kurzfristige Verbindlichkeiten	€ 18,35 Mio.
Eigenkapital	€ 57,91 Mio.

AKTIONÄRSSTRUKTUR*

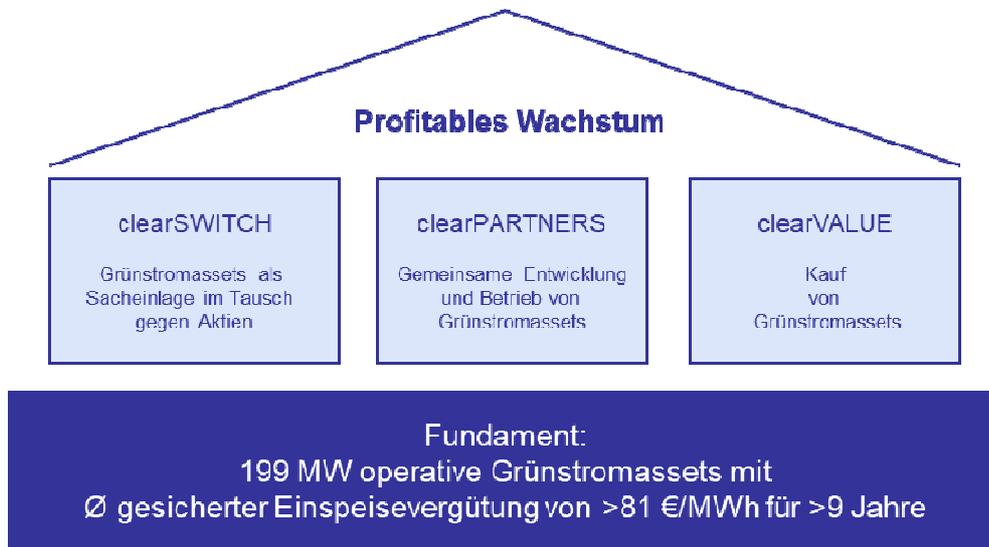
Pelion Green Future Alpha GmbH	18,6%
Union Invest Privatfonds GmbH	5,9%
Free Float	75,5%

* Gemäß clearvise-Homepage, Daten HV 2021

AUSDIFFERENZIIERTES GESCHÄFTSMODELL

Das neue Management hat 2020 ein ausgefeiltes Konzept für die weitere Entwicklung von clearvise vorgestellt und baut seine Wachstumsstrategie auf den drei Akquisitionsmodellen clearSWITCH, clearPARTNERS und clearVALUE auf:

Abbildung 1: Die 3-Säulen-Akquisitionsstrategie von clearvise



Quelle: First Berlin Equity Research, clearvise AG

clearSWITCH bietet Betreibern von Bestandsanlagen ein Sachkapitalanlagemodell an. Sie bringen den Windpark oder die Solaranlage als Sachkapitaleinlage in die clearvise AG ein und erhalten dafür clearvise-Aktien. Statt eines Grünstromassets hat der Betreiber dann Grünstromaktien, die jederzeit zu geringen Transaktionskosten handelbar sind.

clearPARTNERS ist ein innovatives Co-Entwicklungs- und -IPP-Modell. Damit strebt clearvise Kooperationen mit kleinen regionalen Entwicklern an. Wind- oder Solarparks werden gemeinsam entwickelt und betrieben. Dazu übernimmt clearvise einen Mehr- oder Minderheitsanteil am Projekt.

clearVALUE umfasst den klassischen Weg der Akquisition von neuen (schlüsselfertigen oder baureifen) oder bestehenden Projekten. Auch Projekte in Sondersituationen mit komplexen technischen und wirtschaftlichen Herausforderungen kommen aufgrund der langjährigen Betreibererfahrung in Betracht.

Im Januar 2022 gelang clearvise mit der Unterzeichnung des Kaufvertrags über einen seit 2015 in Betrieb befindlichen deutschen Bestandwindpark mit einer Kapazität von 7,2 MW der Proof of Concept für clearSWITCH. Bei Vollzug der Transaktion kann clearvise ca. 25% des Kaufpreises über neue Aktien aus einer Sachkapitalerhöhung leisten.

Bereits im März 2021 hat clearvise mit dem Erwerb einer Pipeline deutscher Solarprojekte von >80 MW von der Altus AG gezeigt, dass clearPARTNERS eine wichtige Säule der neuen Akquisitionsstrategie ist. Die Projekte werden gemeinsam entwickelt und dürften im Laufe des Jahres 2023 komplett ans Netz angeschlossen sein.

Die Drei-Säulen-Akquisitionsstrategie wird auf der Grundlage klar definierter Investitionskriterium umgesetzt (vgl. Abbildung 2):

- Regionaler Fokus ist Europa. Dort werden 80 - 85% des Eigenkapitals eingesetzt.
- Ein als „Opportunity Pocket“ bezeichneter Fonds (15 - 20% des Eigenkapitals) wird für neue Technologien und Anlageklassen, andere Länder und strategische Akquisitionen verwendet.
- Bei der Länderauswahl setzt clearwise auf Wachstumspotenzial, solide politisch-ökonomische Grunddaten, liquiden Stromhandel, verlässliche Regulierung des Energiebereichs und ein etabliertes Finanzierungsumfeld.
- Bei der Größe der Grünstromassets sieht clearwise ihren „sweet spot“ im Bereich von 5 - 50 MW.

Abbildung 2: Investitionskriterien von clearwise



Quelle: First Berlin Equity Research, clearwise AG

KRÄFTIGES UMSATZWACHSTUM DURCH KAPAZITÄTserWEITERUNG

Ausbau der Kapazität auf 750 MW operativ tätige Grünstromassets bis Ende 2025

Auf der Basis der oben dargestellten Wachstumsstrategie plant clearwise nicht mehr und nicht weniger als die Portfoliokapazität (gerechnet in operativ tätigen Assets) innerhalb von fünf Jahren (Ende 2020 bis Ende 2025) zu verfünffachen. Nach Rücksprache mit dem Management unterstellen wir, dass clearwise eine Portfoliostruktur anstrebt, die eine Stromproduktion ermöglicht, die zu gleichen Anteilen aus Wind und Solar besteht. Da Windkraft in Europa normalerweise einen deutlich höheren Kapazitätsfaktor aufweist als Solarkraft, bedeutet dies, dass die PV-Kapazität im Zielfolio deutlich höher sein wird als die Windkraftkapazität. Neue Windkraftanlagen können je nach Standort und Konfiguration in Deutschland ca. 2.000 bis 3.000 Volllaststunden p.a. erreichen, was bei einer Jahresstundenzahl von 8.760 einem Kapazitätsfaktor von ca. 23% - 34% entspricht. Im Photovoltaikbereich liegt die Sonneneinstrahlung in Deutschland zwischen ca. 900 und 1.300 h pro Jahr (Kapazitätsfaktor: ca. 10% - 15%). Damit clearwise Ende 2025 ein Portfolio hat, das zu ungefähr gleichen Teilen Strom aus Wind und Sonne produzieren kann, unterstellen wir für Ende 2025 eine PV-Kapazität von 535 MW und eine Windkraftkapazität von 214 MW. Bei ganzjähriger operativer Aktivität und bei Erreichen der durchschnittlichen spezifischen Produktion (MWh/MW) bei jeder der drei Technologien – mehr dazu weiter

unten – würde dieses Zielfortfolio (inklusive der Biogasanlage) eine jährliche Stromproduktion von ca. 1.119 GWh generieren, die zu gleichen Teilen aus Windkraft und PV stammt (vgl. Abbildung 3).

Abbildung 3: Zielfortfolio Ende 2025 (gerundete Zahlen)

	MW	MWh/MW	MWh
PV	535	1.040	556.400
Wind	214	2.600	556.400
Biogas	1	7.788	6.230
Gesamt	750		1.119.030

Quelle: First Berlin Equity Research

Den von uns modellierten jährlichen Kapazitätswachst bis zum Erreichen der Zielfortfoliokapazität haben wir in Abbildung 4 dargestellt.

Abbildung 4: Kapazitätserweiterung 2020 – 2025E

Kapazität in MW	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Wind						
MW Jahresanfang	150	150	162	172	185	199
MW Erweiterung	0	12	10	13	14	15
MW Jahresende	150	162	172	185	199	214
Solar						
MW Jahresanfang	0	0	36	156	266	386
MW Erweiterung	0	36	120	110	120	149
MW Jahresende	0	36	156	266	386	535
Biogas						
MW Jahresanfang	1	1	1	1	1	1
MW Erweiterung	0	0	0	0	0	0
MW Jahresende	1	1	1	1	1	1
Gesamt						
MW Jahresanfang	151	151	199	329	452	586
MW Erweiterung	0	48	130	123	134	164
MW Jahresende	151	199	329	452	586	750

Quelle: First Berlin Equity Research

Modellierung der Stromproduktion bis Ende 2025

Um die zukünftige Stromproduktion des Portfolios berechnen zu können, brauchen wir Annahmen über die spezifische Stromproduktion der drei verwendeten Technologien. Gerade im Windbereich schwankt diese von Jahr zu Jahr je nach Windangebot. Außerdem ist sie abhängig vom jeweiligen Standort und der Anlagenkonfiguration. Eine Windturbine an einem windreichen Küstenstandort wird eine deutlich höhere spezifische Produktion haben als eine an einem windarmen Binnenstandort.

Im Solarbereich gilt, dass südlichere Standorte eine deutlich höhere spezifische Stromproduktion haben als nördlichere. Während in Deutschland Werte von um die 1.000 MWh/MW erreichbar sind, können in Spanien und Italien Werte von um die 1.500 MWh/MW erzielt werden. Da im Biogasbereich kein Zubau geplant ist, legen wir den Vergangenheitswert bei der von clearvise betriebenen Biogasanlage zugrunde.

Da wir die Standorte der zukünftig zum Portfolio gehörenden Windparks und Solaranlagen nicht kennen, arbeiten wir mit Annahmen bezüglich der durchschnittlichen spezifischen Stromproduktion der verschiedenen Technologien. Bei der Windkraft rechnen wir mit einer spezifischen Stromproduktion von 2.600 MWh/MW und bei der Solarkraft mit 1.040 MWh/MW (vgl. Abbildung 5 auf der nächsten Seite).

Abbildung 5: Annahmen zur spezifischen Stromproduktion (MWh/MW)

Spezifische Stromproduktion (MWh/MW)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Wind	2.802	2.157	2.600	2.600	2.600	2.600
Solar	n.a.	1.040	1.040	1.040	1.040	1.040
Biogas	7.788	6.793	7.788	7.788	7.788	7.788

Quelle: First Berlin Equity Research

Multipliziert man die Kapazität mit der spezifischen Stromproduktion, erhält man die durchschnittliche Stromproduktion des Portfolios. Je nach tatsächlichem Windangebot und tatsächlicher Sonnenscheindauer wird die jährliche Stromproduktion vom Durchschnittswert nach oben oder unten abweichen. Für 2021 greifen wir auf die auf der Homepage von clearvise veröffentlichten Zahlen zurück. Für die Folgejahre unterstellen wir – sofern keine spezifischen Informationen vorliegen – für neu hinzugekommene Kapazitäten, dass sie im ersten Jahr lediglich 33% ihrer Jahresproduktion beitragen, also erst in der zweiten Jahreshälfte ans Netz angeschlossen werden.

Dass der Anteil des Windkraftstroms 2025E noch höher ist als der des PV-Stroms, liegt am starken Zubau der PV in jenem Jahr, der erst im Folgejahr seine volle Wirkung entfaltet. Unser Modell unterstellt für 2025 eine Stromproduktion von 989 GWh. Das ist das 2,3-fache der Stromproduktion des Jahres 2020 (vgl. Abbildung 6).

Abbildung 6: Prognostizierte Stromproduktion bis Ende 2025

Stromproduktion in MWh	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Wind	420.057	349.274	429.520	458.094	492.752	530.010
Solar	0	11.819	99.840	199.992	317.824	452.577
Biogas	6.230	5.434	6.230	6.230	6.230	6.230
Summe	426.287	366.528	535.590	664.316	816.806	988.817

Quelle: First Berlin Equity Research, clearvise AG

Umsatz- und Ergebnisprognosen bis 2025

Der Umsatz errechnet sich aus dem Produkt aus produzierter und verkaufter Strommenge und dem für diese Strommenge durchschnittlich erzielten Strompreis. Zur Umsatzplanung nehmen wir ein paar Vereinfachungen vor. Das Ende 2020 bestehende Portfolio von 151 MW erwirtschaftet gemäß der Guidance für 2021 in einem durchschnittlichen Windjahr einen Umsatz von €37,1 Mio. Wir unterstellen, dass dieses Portfolio ab 2022 bis 2025 jedes Jahr diesen durchschnittlichen Umsatz erwirtschaftet. Unberücksichtigt bleiben hier inflationsbedingte Tarifierhöhungen der französischen Windparks ebenso wie mögliche Umsatzeinbußen durch Netzüberlastung in Irland.

Für die neu hinzukommenden Kapazitäten unterstellen wir ab 2022 im Windbereich eine Vergütung von 60 €/MWh und von 50 €/MWh im Solarbereich (vgl. Abbildung 7). Diese Sätze orientieren sich an den in Deutschland in den Ausschreibungen üblichen Zuschlagshöhen.

Abbildung 7: Annahmen zur durchschnittlichen Vergütung neuer Wind- und Solaranlagen

Vergütung Alt- / Neuanlagen in €/MWh	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Bestandportfolio 2020	81	81	81	81	81
Wind - neu erworbene Anlagen	85	60	60	60	60
Solar - neu erworbene Anlagen	48	50	50	50	50

Quelle: First Berlin Equity Research

Angesichts der hohen Börsenstrompreise (Januar 2022: ca. 168 €/MWh, Februar 2022: ca. 129 €/MWh) sind unsere Annahmen konservativ. Sollten die Strompreise auch nach dem Winter 2021/22 auf einem hohen Niveau verharren, ergeben sich für clearvise weiterhin zusätzliche Umsatzpotenziale in Deutschland. Die deutschen Anlagen erwirtschaften über die Direktvermarktung die Monatsmarktwerte (<https://www.netztransparenz.de/EEG/Marktpraemie/Marktwerte>, vgl. Abbildung 8), die im Onshore-Windbereich im Januar 2022 bei ca. 129 €/MWh und im Februar 2022 bei ca. 108 €/MWh lagen. Im PV-Bereich betragen die Monatsmarktwerte im Januar 2022 ca. 178 €/MWh und im Februar 2022 ca. 119 €/MWh. Die Monatsmarktwerte liegen damit weit über den Vergütungssätzen der letzten Ausschreibungen und clearvises durchschnittlicher Portfolioeinspeisevergütung von 81 €/MWh.

Abbildung 8: Monatsmarktwerte 2021

Alle Zahlen in €/MWh	Jan	Feb	Mar	Apr	Mai	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Dez
Monatsmittelwert Stundenkontrakte EPEX Spot (MW-EPEX)	53	49	47	54	53	74	81	83	128	139	176	221
Monatsmarktwerte MW Wind Onshore	46	44	34	44	41	63	68	73	118	110	141	161
Monatsmarktwerte MW Solar	55	45	41	46	42	69	74	77	117	128	183	271

Quelle: First Berlin Equity Research, www.netztransparenz.de

Auch dürfte clearvise in Verhandlungen über Power Purchase Agreements (PPA) mit Kunden angesichts der hohen Strompreise zukünftig Abschlüsse erzielen, die deutlich über dem Zuschlagsniveau der deutschen EEG-Ausschreibungen liegen. Wir warten ab, wie stark sich die Preise im Sommer normalisieren, bevor wir ein ambitionierteres Strompreisniveau unterstellen.

Unsere Umsatzprognosen bis 2025 (vgl. Abbildung 9) unterstellen *durchschnittliche* Wind- und Sonneneinstrahlungsbedingungen. Während im Solarbereich die jährlichen Abweichungen vom langjährigen Durchschnitt normalerweise nicht mehr als +/-5% betragen, können die Windverhältnisse an Land durchaus 20% nach oben oder unten abweichen – mit entsprechenden Wirkungen auf den Umsatz.

Für 2022 gehen wir von einem Umsatz von €44,6 Mio. aus und erwarten bis 2025 einen Anstieg auf €68,3 Mio. Dieser Anstieg wird insbesondere vom Ausbau der Solarkraft getrieben.

Abbildung 9: Umsatzprognose bis 2025

Umsatz in €tsd.	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Umsatz Portfolio 2020, ab 2022E: Ø	36.447	30.010	37.100	37.100	37.100	37.100
Wind, zusätzlich	0	671	2.532	4.248	6.328	8.564
Solar, zusätzlich	0	567	4.992	10.019	15.912	22.655
Gesamt	36.447	31.248	44.624	51.367	59.340	68.319

Quelle: First Berlin Equity Research, clearvise AG

Bis 2025 gehen wir aufgrund von Skaleneffekten und einem steigenden Anteil des margenstärkeren Solarstromgeschäfts von einem Anstieg der EBITDA-Marge auf 75,5% aus (vgl. Abbildung 10 auf der nächsten Seite). Die aufgrund der Expansion steigenden Abschreibungen belasten das EBIT in den kommenden Jahren. Für neu erworbene Solaranlagen unterstellen wir eine Abschreibungsdauer von 30 Jahren, für neu erworbene Windkraftanlagen 25 Jahre. Steigende Zinsaufwendungen belasten 2022E - 2025E das Nettoergebnis, was für Geschäftsmodelle dieser Art bei kräftigem Wachstum typisch ist.



Abbildung 10: Ergebnis- und Margenentwicklung bis 2025E

in € Mio.	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Umsatz	36,45	31,25	44,62	51,37	59,34	68,32
<i>Wachstum</i>	10,2%	-14,3%	42,8%	15,1%	15,5%	15,1%
Bruttogewinn	36,05	30,84	44,21	50,95	58,92	67,90
<i>Marge</i>	98,9%	98,7%	99,1%	99,2%	99,3%	99,4%
EBITDA	27,68	20,30	31,80	37,88	44,68	51,61
<i>Marge</i>	75,9%	65,0%	71,3%	73,7%	75,3%	75,5%
EBIT	9,13	2,10	8,95	10,84	13,95	16,53
<i>Marge</i>	25,1%	6,7%	20,1%	21,1%	23,5%	24,2%
EBT	4,00	-3,31	2,31	2,63	3,94	3,95
<i>Marge</i>	11,0%	-10,6%	5,2%	5,1%	6,6%	5,8%
Nettoergebnis (nach Minderheiten)	2,37	-4,81	0,71	1,03	2,14	2,15
<i>Marge</i>	6,5%	-15,4%	1,6%	2,0%	3,6%	3,1%
EPS (verwässert, in €)	0,05	-0,09	0,01	0,01	0,02	0,02

Quelle: First Berlin Equity Research, clearvise AG

HOHE INVESTITIONEN UND ENTSPRECHEND UMFANGREICHE FINANZIERUNGSMÄßNAHMEN PRÄGEN DIE KAPITALFLUSSRECHNUNG

Für 2022 unterstellen wir Investitionen in Grünstromassets in Höhe von €118 Mio. Auch in den Folgejahren bleibt das Investitionsvolumen über €100 Mio. p.a. (vgl. Abbildung 11).

Abbildung 11: Geschätzte Investitionen in Grünstromassets 2021E-2025E

€ Tsd.	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Wind					
Preis pro MW	2.000	2.200	2.200	2.090	1.986
Zubau in MW	12	10	13	14	15
Investitionen	24.000	22.000	28.600	29.260	29.783
Solar					
Preis pro MW	750	800	800	760	722
Zubau in MW	36	120	110	120	149
Investitionen	27.000	96.000	88.000	91.200	107.578
Investitionen insgesamt	51.000	118.000	116.600	120.460	137.361

Quelle: First Berlin Equity Research

Clearvise beschaffte sich 2021 durch zwei Kapitalerhöhungen Finanzmittel in Höhe von €20,7 Mio. und gab dafür 8,4 Mio. neue Aktien aus. Für die Finanzierung der weiteren Investitionen unterstellen wir ab 2022 einen Eigenkapitalanteil von 30%. Bei einem geschätzten Investitionsvolumen von €118 Mio. im laufenden Jahr betrüge der Eigenkapitalanteil dann €35,4 Mio. Beim Aktienkurs von ca. €2,20 entspräche dies ca. 16,1 Mio. neuen Aktien. Im Februar 2022 platzierte clearvise 5,74 Mio. Aktien zu €2,00 und warb Finanzmittel in Höhe von €11,5 Mio. ein. Die Finanzierung in den Folgejahren haben wir nach demselben Muster modelliert wie im Jahr 2022 (vgl. Abbildung 12).

Abbildung 12: Modell zur Finanzierung des Portfolioausbaus

€ Tsd.	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
CAPEX	51.000	118.000	116.600	120.460	137.361
Eigenkapital (FBe: 30% ab 2022)	20.720	35.400	34.980	36.138	41.208
Preis pro Aktie	2,47	2,20	2,43	2,67	2,93
Anzahl neuer Aktien	8.400	16.091	14.424	13.547	14.043
Fremdkapital (FBe: 70% ab 2022)	35.700	82.600	81.620	84.322	96.152

Quelle: First Berlin Equity Research

AMBITIONIERTE AUSBAUPLÄNE DER NEUEN DEUTSCHEN BUNDESREGIERUNG UNTERSTÜTZEN CLEARVISE-PLÄNE

Laut Koalitionsvertrag will die zukünftige SPD/Grüne/FDP-Regierung den Anteil der erneuerbaren Energien (EE) am Stromverbrauch bis 2030 auf 80% erhöhen (bisher: 65%). Grundlage für die Berechnung des Anteils der EE ist eine deutlich höhere Stromverbrauchsprognose (680-750 TWh, bisher: 658 TWh). Damit ergibt sich ein doppelter Effekt: Der höhere Prozentsatz trifft auf eine höhere Bezugsgröße. Das macht eine starke Beschleunigung des Zubaus von Wind- und PV-Anlagen notwendig. Bei erfolgreicher Umsetzung des Ziels würde die Grünstromproduktion von 224 TWh im Jahr 2021 auf 544 - 600 TWh steigen. Dies entspricht dem 2,4 - 2,7-fachen bzw. einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von über 10%.

Im Solarbereich zielt der Koalitionsvertrag auf eine installierte Kapazität von 200 GW bis 2030. Das bisherige Ziel waren 100 GW. Bei einer Ende 2021 installierten Kapazität von 59 GW läuft dies auf einen Zubau von 141 GW bis Ende 2030 hinaus. Auf 9 Jahre verteilt

(2022-2030) bedeutet dies einen durchschnittlichen jährlichen Zubau von 16 GW. Das ist mehr als doppelt so viel wie in den besten Zubauzeiten 2010-12 und mehr als dreimal so viel wie der Zubau 2021 (5 GW).

Im Onshore-Windbereich sollen 2% der Landesfläche für die Errichtung von Windanlagen ausgewiesen werden (bisher: 0,9%). Die Planungs- und Genehmigungsverfahren sollen erheblich beschleunigt werden, und die Zulassungsbehörden durch externe Projektteams wirksam entlastet werden. Der Konflikt zwischen Windkraftausbau und Artenschutz soll durch innovative technische Vermeidungsmaßnahmen entschärft werden, Abstände zu Drehfunkfeuern und Wetterradaren sollen kurzfristig reduziert werden und bei der Ausweisung von Tieffluggkorridoren soll der Windkraftausbau verstärkt berücksichtigt werden. Repowering soll ohne großen Genehmigungsaufwand möglich sein. 2021 lag der Zubau bei unter 2 GW.

Laut EEG-Referentenentwurf soll die Stromproduktion bis 2035 fast vollständig aus erneuerbaren Quellen stammen (bisher: bis 2050). Dazu sind verschiedene Maßnahmen geplant:

- Ein Anstieg des jährlichen Zubaus von Onshore-Windkraft von ca. 3 GW in diesem Jahr auf 10 GW im Jahr 2027. Dieses Niveau soll bis 2035 beibehalten werden.
- Der jährliche Photovoltaik-Zubau soll 2022 sieben GW betragen und bis 2028 auf 20 GW pro Jahr ansteigen, was dann auch bis 2035 beibehalten werden soll. Insgesamt würde dies zu einer Solarstromkapazität von 300 GW führen. Um dieses Ziel zu erreichen, soll das Volumen der Solarausschreibungen erhöht und die Vergütung für kleine und mittlere Anlagen außerhalb der Ausschreibungen attraktiver gestaltet werden.

Insgesamt sollten diese Maßnahmen zu einer sehr deutlichen Beschleunigung des Zubaus von Wind- und Solarkraft bis 2035 führen. Das heißt für clearvise, dass ein deutlich höheres Angebot an Windparks und PV-Anlagen vorhanden sein wird, was die Wachstumschancen erhöht.

SCHÄTZUNGEN AN DIE GRÜNSTROM-EXPANSIONSPÄNE DES UNTERNEHMENS ANGEPAST

Auf Basis des vom Management verkündeten Ziels, bis Ende 2025 ein operativ tätiges Grünstromportfolio mit einer Kapazität von 750 GW aufzubauen, haben wir unsere Umsatz- und EBITDA-Schätzungen für 2022 und die Folgejahre erhöht. Die sich aus dem schnelleren Ausbautempo ergebenden höheren Abschreibungen und Zinsaufwendungen werden das Nettoergebnis allerdings in den nächsten Jahren belasten. Die jedes Jahr neu ausgegebenen Aktien verwässern den Gewinn pro Aktie (vgl. Abbildung 13).

Abbildung 13: Veränderung der Schätzungen

Alle Zahlen in €Mio.	2021E			2022E			2023E		
	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta
Umsatz	31,1	31,2	0,5%	41,0	44,6	8,9%	43,9	51,4	17,0%
EBIT	2,0	2,1	5,0%	8,7	9,0	2,9%	8,5	10,8	27,5%
Marge	6,4%	6,7%		21,2%	20,1%		19,4%	21,1%	
Jahresüberschuss	-4,9	-4,8	-	1,0	0,7	-28,9%	0,4	1,0	156,4%
Marge	-15,8%	-15,4%		2,4%	1,6%		0,9%	2,0%	
EPS (verwässert) in €	-0,09	-0,09	-	0,02	0,01	-44,8%	0,01	0,01	27,1%

Quelle: First Berlin Equity Research

ANPASSUNGEN DES DCF-MODELLS AN DIE EXPANSIONSPÄNE UND MARKTBEDINGUNGEN

Die bisherigen Erfolge bei der Erweiterung des Grünstromportfolios, die kommunizierten ambitionierten Wachstumspläne sowie der langfristig kräftig steigende Bedarf an Grünstrom zur Erfüllung der globalen Klimaziele haben uns veranlasst, die bisher sehr konservative Prognose für das langfristige Unternehmenswachstum von 1% auf 2% zu erhöhen. Die Transformation des Grünstrommarktes von einem staatlich geförderten und stark regulierten hin zu einem weniger durch staatliche Lenkung bestimmten Markt dürfte die Eigenkapitalanforderungen an Grünstromprojekte erhöhen. Zukünftig wird es mehr private Stromabnahmeverträge (Power Purchase Agreements (PPA)) und mehr Stromverkauf über den Spotmarkt (Merchant) geben, dafür weniger Einspeisevergütungen. Wir haben daher unsere Annahme für die langfristige Eigenkapitalquote von clearvise von 20% auf 35% erhöht. Damit erhöht sich unsere WACC-Schätzung von 3,7% auf 4,2%. Zur Finanzierung der Portfolioexpansion unterstellen wir jährliche Kapitalerhöhungen in Höhe des Eigenkapitalanteils der Investitionen. Basierend auf Annahmen zum Aktienkurs zur jeweiligen Eigenkapitalerhöhung unterstellen wir, dass sich die Aktienanzahl bis Ende 2025 von 57,4 Mio. Ende 2021 auf ca. 115,5 Mio. Stück erhöht. Die mit dem WACC abdiskontierte verwässerte Aktienzahl beträgt ca. 110,5 Mio. Stück und dient als Grundlage zur Berechnung des fairen Wertes. Auf Basis der Parameteranpassungen ergibt sich ein neues Kursziel von €4,00 (bisher: €3,30). Auf Basis des gegenwärtigen Kurses halten wir die clearvise-Aktie für deutlich unterbewertet. Nach unserem Eindruck honoriert der Markt nach den aufgrund des sehr schwachen Windjahres schlechten 2021-Ergebnissen die eingeschlagene und sehr erfolgreiche Wachstumsstrategie bisher noch nicht. Wir bekräftigen unsere Kaufempfehlung.

DCF Bewertungsmodell*

Alle Angaben in tsd. EUR	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Nettoumsatz	31.100	44.624	51.367	59.340	68.319	75.668	81.034	86.264
NOPLAT	502	7.350	9.237	12.154	14.734	18.339	19.694	22.131
+ Abschreibungen	18.195	22.849	27.038	30.727	35.072	36.912	39.672	40.249
= Operativer Cashflow (netto)	18.698	30.199	36.275	42.881	49.806	55.250	59.366	62.380
- Gesamte Investitionen (Capex und WC)	-49.970	-119.954	-117.570	-121.608	-138.655	-54.025	-49.390	-43.882
Capex	-51.000	-118.000	-116.600	-120.460	-137.361	-52.968	-48.620	-43.132
Working Capital	1.030	-1.954	-970	-1.148	-1.294	-1.057	-769	-749
= Freier Cashflow (FCF)	-31.272	-89.755	-81.294	-78.727	-88.849	1.225	9.976	18.499
GW der FCFs	-31.271	-86.888	-75.517	-70.169	-75.990	1.006	7.857	13.978

in Tsd EUR

GWs der FCFs explizite Periode (2021E-2035E)	-211.541	
GWs der FCFs in der Terminalperiode	626.393	
Unternehmenswert (EV)	414.852	
+ Nettokasse / - Nettoverbindl. (pro forma)	26.618	Terminales Wachstum 2,0%
+ Investitionen / Anteile Dritter	0	Terminale EBIT-Marge 38,2%
Shareholder Value	441.470	
Verwässerte Aktienzahl (tsd)	110.462	
Fairer Wert je Aktie (in €)	4,00	

WACC	4,2%	Umsatzwachstum in der Terminalperiode							
		1,25%	1,50%	1,75%	2,00%	2,25%	2,50%	2,75%	
Eigenkapitalkosten	6,6%	3,46%	5,38	5,99	6,79	7,85	9,35	11,63	15,52
Fremdkapitalkosten (vor Steuern)	3,9%	3,71%	4,45	4,90	5,46	6,18	7,16	8,53	10,63
Normaler Steuersatz	25,0%	3,96%	3,69	4,02	4,43	4,95	5,61	6,50	7,76
Fremdkapitalkosten (nach Steuern)	2,9%	4,21%	3,07	3,32	3,62	4,00	4,46	5,07	5,88
EK- Anteil	35,0%	4,46%	2,54	2,74	2,97	3,24	3,58	4,01	4,56
FK- Anteil	65,0%	4,71%	2,10	2,25	2,42	2,63	2,88	3,19	3,57
Kursziel (in €)	4,00	4,96%	1,72	1,83	1,97	2,13	2,31	2,54	2,81

* aus Layoutgründen werden nur die Jahre bis 2028 gezeigt, das Modell reicht aber bis 2035



GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Alle Angaben in tsd. EUR	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Umsatz	31.670	33.081	36.447	31.248	44.624	51.367
Herstellungskosten	-386	-276	-398	-406	-410	-414
Bruttogewinn	31.284	32.806	36.050	30.842	44.215	50.953
Personalkosten	-295	-221	-304	-420	-590	-750
Sonstige betriebliche Erträge	3.018	1.569	936	469	669	771
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-8.553	-8.121	-9.003	-10.593	-12.495	-13.099
EBITDA	25.454	26.032	27.679	20.298	31.799	37.875
Abschreibungen & Amortisation	-18.980	-19.252	-18.548	-18.195	-22.849	-27.038
EBIT	6.473	6.780	9.131	2.103	8.950	10.837
Nettofinanzergebnis	-6.349	-5.803	-5.134	-5.413	-6.639	-8.212
EBT	124	977	3.997	-3.311	2.311	2.625
Steuern (inkl. sonstiger Steuern)	-1.374	-1.378	-1.631	-1.500	-1.600	-1.600
Minderheitsbeteiligungen	-27	0	0	0	0	0
Nettogewinn/ -verlust	-1.277	-401	2.366	-4.811	711	1.025
EPS (verwässert)	-0,03	-0,01	0,05	-0,09	0,01	0,01

Kennzahlen

Bruttomarge	98,8%	99,2%	98,9%	98,7%	99,1%	99,2%
EBITDA-Marge	80,4%	78,7%	75,9%	65,0%	71,3%	73,7%
EBIT-Marge	20,4%	20,5%	25,1%	6,7%	20,1%	21,1%
Nettomarge	-4,0%	-1,2%	6,5%	-15,4%	1,6%	2,0%
Steuersatz	1104,5%	141,0%	40,8%	-45,3%	69,2%	60,9%

Ausgaben in % vom Umsatz

Personalkosten	0,9%	0,7%	0,8%	1,3%	1,3%	1,5%
Abschreibungen & Amortisation	59,9%	58,2%	50,9%	58,2%	51,2%	52,6%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	27,0%	24,5%	24,7%	33,9%	28,0%	25,5%

Jährliches Wachstum

Gesamtumsatz	19,9%	4,5%	10,2%	-14,3%	42,8%	15,1%
Operatives Ergebnis	99,0%	4,7%	34,7%	-77,0%	325,7%	21,1%
Nettogewinn/ -verlust	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	44,1%



BILANZ

Alle Angaben in tsd. EUR	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Vermögen						
Umlaufvermögen, gesamt	20.001	19.972	23.719	23.396	27.154	40.228
Liquide Mittel	14.543	14.678	17.319	17.806	19.620	31.713
Kurzfristige Investitionen	0	0	0	0	0	0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	4.658	4.478	5.310	4.537	6.480	7.459
Vorräte	119	164	204	167	168	170
Sonstige Forderungen	680	652	886	886	886	886
Anlagevermögen, gesamt	202.250	183.101	164.190	196.994	292.145	381.707
Sachanlagen	193.993	176.039	157.778	191.265	287.078	377.267
Goodwill & Immaterielle Vermögenswerte	8.005	6.832	6.201	5.519	4.857	4.230
Finanzanlagen	252	231	211	210	210	210
Sonstige Vermögenswerte	0	0	0	0	0	0
Aktiva	222.251	203.074	187.909	220.390	319.299	421.936
Eigenkapital und Verbindlichkeiten						
Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt	22.169	21.594	23.195	19.068	19.079	19.090
Zinstragende Verbindlichkeiten (kurzfristig)	18.071	17.533	18.347	15.000	15.000	15.000
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	1.572	997	912	1.111	1.122	1.134
Rückstellungen (kurzfristig)	2.168	2.384	2.686	2.686	2.686	2.686
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	358	679	1.250	270	270	270
Langfristige Verbindlichkeiten, gesamt	161.821	144.110	125.958	146.658	209.355	275.975
Zinstragende Verbindlichkeiten	155.967	138.956	120.818	141.518	209.118	275.738
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	5.854	5.154	5.140	5.140	237	237
Mezzanine Kapital	4.920	4.903	4.888	4.888	0	0
Anteile Dritter	0	0	0	0	0	0
Eigenkapital	38.261	37.370	38.756	54.665	90.865	126.871
Gezeichnetes Kapital	49.000	49.000	49.000	57.400	73.491	87.915
Kapitalrücklage	13.271	13.729	14.258	26.578	45.961	66.517
Gewinnrücklagen	-24.010	-25.360	-24.502	-29.312	-28.601	-27.576
Passiva	222.251	203.074	187.909	220.390	319.299	421.936
Kennzahlen						
Current ratio (x)	0,90	0,92	1,02	1,23	1,42	2,11
Quick ratio (x)	0,90	0,92	1,01	1,22	1,41	2,10
Nettoverbindlichkeiten	159.495	141.811	121.846	138.712	204.498	259.025
Nettoverschuldungsgrad	416,9%	379,5%	314,4%	253,7%	225,1%	204,2%
Eigenkapitalquote	17,2%	18,4%	20,6%	24,8%	28,5%	30,1%
Finanzverb. inkl. Mezzanine / EBITDA	7,0	6,2	5,2	8,0	7,0	7,7
Buchwert je Aktie (in €)	0,78	0,76	0,79	1,01	1,39	1,57
Return on Equity (ROE)	-3,3%	-1,1%	6,1%	-8,8%	0,8%	0,8%
Return on Investment (ROI)	-0,6%	-0,2%	1,3%	-2,2%	0,2%	0,2%
Return on Assets (ROA)	2,3%	2,7%	4,0%	0,3%	2,3%	2,2%
Return on Capital employed (ROCE)	3,1%	3,5%	5,2%	1,2%	3,6%	3,2%



CASHFLOWRECHNUNG

Alle Angaben in tsd. EUR	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
EBIT	6.473	6.780	9.131	2.103	8.950	10.837
Abschreibungen	18.980	19.252	18.548	18.195	22.849	27.038
EBITDA	25.454	26.032	27.679	20.298	31.799	37.875
Veränderungen Working Capital	-702	-798	-582	1.009	-1.933	-970
Sonstiges (Rückstellungen, etc.)	-2.664	-2.293	-1.194	-1.500	-1.600	-1.600
Operativer Cashflow	22.088	22.941	25.903	19.807	28.266	35.306
Investitionen in Sachanlagen	-10.246	-99	-262	-51.000	-118.000	-116.600
Investitionen in immaterielle Vermögenswerte	0	0	0	0	0	0
Freier Cashflow	11.842	22.842	25.641	-31.193	-89.734	-81.294
Akquisitionen und Verkäufe	1.061	1.070	365	0	0	0
Andere Investitionen	9	3	0	0	0	0
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-9.176	974	103	-51.000	-118.000	-116.600
Cashflow aus FK-Finanzierung, netto	-11.356	-23.266	-22.385	11.940	60.961	58.408
Cashflow aus EK-Finanzierung, netto	0	0	0	20.720	35.474	34.980
Gezahlte Dividenden	0	-490	-980	-980	0	0
Sonstige Finanzierung	0	0	0	0	-4.888	0
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-11.356	-23.756	-23.365	31.680	91.547	93.388
FOREX & sonstige Effekte	0	0	0	0	0	0
Veränderung der liquiden Mittel	1.556	159	2.641	487	1.814	12.094
Cash am Anfang der Periode	13.012	14.543	14.678	17.319	17.806	19.620
Cash zum Ende der Periode	14.543	14.678	17.319	17.806	19.620	31.713
EBITDA je Aktie	0,52	0,53	0,56	0,38	0,49	0,47
Operativer Cashflow je Aktie	0,45	0,47	0,53	0,37	0,43	0,44
Jährliches Wachstum						
Operativer Cashflow	28,8%	3,9%	12,9%	-23,5%	42,7%	24,9%
Freier Cashflow	-29,3%	92,9%	12,3%	n.m.	n.m.	n.m.
EBITDA je Aktie	29,3%	2,3%	6,3%	-33,5%	29,4%	-3,4%

Imprint / Disclaimer

First Berlin Equity Research

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

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

Anschrift:

First Berlin Equity Research GmbH

Mohrenstr. 34

10117 Berlin

Germany

Vertreten durch den Geschäftsführer: Martin Bailey

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

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

E-Mail: info@firstberlin.com

Amtsgericht Berlin Charlottenburg HR B 103329 B

UST-Id.: 251601797

Ggf. Inhaltlich Verantwortlicher gem. § 6 MDSStV

First Berlin Equity Research GmbH

Ersteller: Dr. Karsten von Blumenthal, Analyst

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

Für die Erstellung verantwortliches Unternehmen: First Berlin Equity Research GmbH, Mohrenstraße 34, 10117 Berlin

Die Erstellung dieser Empfehlung wurde am 21. März 2022 um 09:47 Uhr abgeschlossen.

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

Copyright© 2022 First Berlin Equity Research GmbH. Kein Teil dieser Finanzanalyse darf ohne vorherige schriftliche Genehmigung durch die First Berlin Equity Research GmbH kopiert, fotokopiert, vervielfältigt oder weiterverbreitet werden, gleich in welcher Form und durch welches Medium. Bei Zitaten ist die First Berlin Equity Research GmbH als Quelle anzugeben. Weitere Informationen sind auf Anfrage erhältlich.

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

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

INTERESSENKONFLIKTE

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

STICHTAGE VON KURSEN

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

ABSTIMMUNG MIT DEM ANALYSIERTEN UNTERNEHMEN UND EINFLUSSNAHME

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

ANLAGEBEWERTUNGSSYSTEM

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

ANLAGEEMPFEHLUNG

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

Kategorie		1	2
Aktuelle Marktkapitalisierung (in €)		0 - 2 Milliarden	> 2 Milliarden
Strong Buy 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...13	↓	↓	↓	↓
14	2. Juni 2020	€ 2,08	Add	€ 2,20
15	14. September 2020	€ 2,02	Add	€ 2,30
16	15. Oktober 2020	€ 2,04	Add	€ 2,30
17	12. April 2021	€ 2,50	Buy	€ 3,40
18	9. Juni 2021	€ 2,70	Buy	€ 3,40
19	6. Juli 2021	€ 2,52	Buy	€ 3,40
20	14. September 2021	€ 2,36	Buy	€ 3,40
21	30. November 2021	€ 2,32	Buy	€ 3,30
22	Heute	€ 2,22	Buy	€ 4,00

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.