

clearvise AG

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

Großer
 Expansionsschritt

BEWERTUNG

KURSZIEL

Aufwärtspotenzial
 Risikobewertung

BUY

€ 3,40

36,0%

Low

CLEARVISE KAUFT >80 MW SOLAR-PORTFOLIO

Dem neuen Management ist schnell der erste große Erfolg gelungen. Der Kauf eines >80 MWp Solarportfolios erhöht die Portfoliokapazität bis Ende 2022 auf ca. 230 MWp und ermöglicht eine technologische Verbreiterung des bisher aus Windkraft und einer Biogasanlage bestehenden Grünstromportfolios. Dies führt unterjährig zu gleichmäßigeren Erträgen, da der Hauptbeitrag zur Stromproduktion bei den Solaranlagen im Sommer und bei den Windanlagen im Winter erfolgt. clearvise hat ihre im Oktober 2020 vorgestellte neue Wachstumsstrategie schnell in die Tat umgesetzt. Zur Wachstumsfinanzierung plant das Unternehmen eine Kapitalerhöhung von bis zu €8 Mio. durch Ausgabe von bis zu 3,5 Mio. Aktien zu €2,28 pro Aktie. Wir haben unser Modell an die Portfolioerweiterung und die geplante Kapitalerhöhung angepasst. Die erste erfolgreiche Umsetzung der Drei-Säulen-Wachstumsstrategie und das absehbare und zur Abmilderung des Klimawandels absolut notwendige starke Wachstum der Grünstromkapazitäten in diesem Jahrzehnt und darüber hinaus veranlassen uns, unsere bisher sehr konservativen langfristigen Annahmen (Nullwachstum beim Umsatz) aufzugeben. Stattdessen unterstellen wir nunmehr ein terminales Wachstum von 1%. Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt ein neues Kursziel von €3,40 (bisher: €2,30). Wir stufen unser Rating von Hinzufügen auf Kaufen hoch.

Signifikante Portfolioerweiterung Die Transaktion umfasst ein Portfolio von bis zu 16 deutschen Solarparkprojekten mit einer Gesamtkapazität von mehr als 80 MWp. Die letzte Inbetriebnahme ist für Ende 2022 vorgesehen. Zwei bereits produzierende Solarparks mit einer Leistung von 7,75 MWp werden im laufenden Jahr ca. €300.000 zum clearvise EBITDA beisteuern. Das clearvise-Portfolio wächst bis Ende 2022 um mehr als 50% auf ca. 230 MW. Unterstellt man 1.000 Sonnenstunden pro MW, stiege die Stromproduktion um 80 Mio. kWh bzw. 80 GWh. Das bisherige Portfolio produziert in einem durchschnittlichen Windjahr gut 400 GWh, damit stiege die Stromproduktion um ca. 20%. (b.w.)

FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Umsatz (€ Mio.)	26,42	31,67	33,08	35,70	36,78	38,87
Jährliches Wachstum	-4,6%	19,9%	4,5%	7,9%	3,0%	5,7%
EBIT (€ Mio.)	3,25	6,47	6,78	8,45	8,58	8,82
EBIT-Marge	12,3%	20,4%	20,5%	23,7%	23,3%	22,7%
Jahresübers. (€ Mio.)	-3,34	-1,28	-0,40	1,77	1,97	2,05
EPS (verwässert) (€)	-0,07	-0,03	-0,01	0,04	0,04	0,04
DPS (€)	0,00	0,01	0,02	0,02	0,02	0,02
FCF (€ Mio.)	16,75	11,84	22,84	24,72	-5,22	3,36
Nettoverschuldungsgrad	422,1%	416,9%	379,5%	323,3%	269,2%	237,3%
Liquide Mittel (€ Mio.)	13,01	14,54	14,68	14,61	17,80	18,38

RISIKEN

Unterdurchschnittliche Windjahre, technische Probleme bei Wind- oder Biogasanlagen, Verschlechterung der Förderbedingungen für erneuerbare Energien, Eigen- und Fremdkapitalbeschaffung.

UNTERNEHMENSPROFIL

Die clearvise AG ist Eigentümerin und Betreiberin von Grünstromanlagen. Gegenwärtig hat das Unternehmen 13 Windparks in Deutschland, Irland, Frankreich und Finnland sowie eine Biogasanlage mit einer Gesamtkapazität von ca. 150 MW im Portfolio. Unternehmenssitz ist Wiesbaden in Hessen.

HANDELSDATEN

Stand: 9. Apr 2021

Schlusskurs	€ 2,50
Aktien im Umlauf	49,00 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 122,50 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 1,81 / 2,87
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	67.049

Multiples	2019	2020E	2021E
KGV	n.a.	69,4	64,0
EV/Sales	8,0	7,4	7,2
EV/EBIT	39,0	31,3	30,8
Div.-Rendite	0,8%	0,8%	0,8%

KURSÜBERSICHT



UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 30. Jun 2020

Liquide Mittel	€ 19,67 Mio.
Kurzfristige Vermögenswerte	€ 22,96 Mio.
Immaterielle Vermögenswerte	€ 6,52 Mio.
Bilanzsumme	€ 197,44 Mio.
Kurzfristige Verbindlichkeiten	€ 19,14 Mio.
Eigenkapital	€ 39,96 Mio.

AKTIONÄRSSTRUKTUR

Investor 1	11,2%
Investor 2	10,0%
Free Float	78,8%



Wir gehen davon aus, dass bis Ende 2021 45 MWp an das Netz angeschlossen sein werden und bis Ende 2022 die übrigen 35 MWp. Für beide Kapazitätserweiterungen unterstellen wir, dass sie im ersten Jahr 50% der vollen Jahresstromproduktion beitragen. Bei 45 MWp liegt die volle Jahresstromproduktion bei 45 GWh, 50% davon sind 22,5 GWh. Für die 45 MW-Tranche unterstellen wir eine durchschnittliche Vergütung von 50 €/MWh. Damit würde diese Tranche im ersten Jahr $22.500 \text{ MWh} * 50 \text{ €/MWh} = €1,125 \text{ Mio.}$ und in den Folgejahren €2,25 Mio. zum Umsatz beitragen. Für die 35 MWp-Tranche gehen wir davon aus, dass diese auf Power Purchase Agreements (PPAs) basiert und unterstellen eine Vergütung von 45 €/MWh. Im ersten Jahr läge der Umsatzbeitrag damit bei €0,7875 Mio. und in den Folgejahren bei €1,575 Mio. Ab 2023 würden die 80 MWp €3,825 Mio. zum Umsatz beisteuern. Über den Kaufpreis wurde Stillschweigen vereinbart. Wir unterstellen einen Durchschnittspreis von €700.000 pro MW. Dies ergäbe einen Kaufpreis von €56 Mio. Da €39,5 Mio. fremdfinanziert sind, betrüge der Eigenkapitalanteil €16,5 Mio., was knapp 30% entspräche.

Netzwerk zählt! Verkäufer des Portfolios ist der Projektierer ALTUS AG, eine hundertprozentige Tochtergesellschaft der Kraftwerke Mainz-Wiesbaden AG, die wiederum eine Tochter des Stadtwerkeverbands Mainz-Wiesbaden aus ESWE Versorgungs AG und Mainzer Stadtwerke AG ist. Damit ist die ALTUS AG lokaler Nachbar der clearvise, die bisher in Wiesbaden und jetzt in Frankfurt beheimatet ist. Das sehr gute Netzwerk der neuen clearvise-Mannschaft dürfte beim Einfädeln des Deals sehr hilfreich gewesen sein.

Kapitalerhöhung zur Wachstumsfinanzierung geplant Zum Ende des ersten Halbjahres 2020 verfügte clearvise über eine Cashposition von €19,7 Mio. Die geplante Kapitalerhöhung (bis zu 3,5 Mio. Aktien zu €2,28 je Aktie) sollte bis zu €8 Mio. einbringen. Damit verfügt das Unternehmen über ausreichend Mittel zum Erwerb des Portfolios und zur Finanzierung des laufenden Geschäfts.

Schätzungen angepasst Wir hatten bisher für 2021 und 2022 jeweils ein Wachstum um 20 MW Windkraft unterstellt. Diese Annahme haben wir jetzt durch die oben skizzierten Annahmen zur 80 MWp-PV-Portfolio-Transaktion ersetzt. Dies führt zu leicht geringeren Umsatzprognosen und in der Folge zu niedrigeren Ergebnisschätzungen.

Abbildung 1: Anpassung der Schätzungen

Alle Zahlen in €Mio.	2020E			2021E			2022E		
	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta	Alt	Neu	Delta
Umsatz	35,70	35,70	0,0%	37,20	36,78	-1,1%	40,44	38,87	-3,9%
EBIT	8,45	8,45	0,0%	8,93	8,58	-3,9%	9,37	8,82	-5,9%
Marge	23,7%	23,7%		24,0%	23,3%		23,2%	22,7%	
Jahresübers.	1,77	1,77	0,0%	2,32	1,97	-15,0%	2,51	2,05	-18,4%
Marge	4,9%	4,9%		6,2%	5,4%		6,2%	5,3%	
EPS (verwässert) in €	0,04	0,04	0,0%	0,05	0,04	-17,5%	0,05	0,04	-16,8%

Quelle: First Berlin Equity Research

Hochstufung auf Kaufen bei neuem Kursziel von €3,40 Wir hatten bisher langfristig einen stabilen Umsatz unterstellt. Angesichts des ersten erfolgreich eingefädelten großen Wachstumsschritts des neuen Managements und der bereits im letzten Jahr kommunizierten Drei-Säulen-Wachstumsstrategie (vgl. unseren Kommentar vom 15. Oktober 2020) unterstellen wir nunmehr langfristig ein (immer noch vorsichtiges) Wachstum von 1%. Ein relevanter Anteil an PV im Portfolio sollte langfristig einen positiven Effekt auf die EBIT-Marge haben, da die Kosten für den Betrieb von PV-Anlagen niedriger sind als bei Windkraftanlagen. Daher haben wir unsere terminale EBIT-Marge von 25,6% auf 29,9% erhöht. Diese Modellveränderungen führen zu einem deutlichen Anstieg unserer Bewertung. Ein aktualisiertes DCF-Modell ergibt ein neues Kursziel von €3,40 (bisher: €2,30). Wir stufen die Aktie von Hinzufügen auf Kaufen hoch.



BEWERTUNGSMODELL

DCF Bewertungsmodell*								
Alle Angaben in tsd. EUR	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Nettoumsatz	35.701	36.777	38.873	41.275	44.279	45.975	47.530	48.006
NOPLAT	7.048	7.179	7.423	7.544	8.998	9.582	10.278	10.644
+ Abschreibungen	18.463	19.234	20.729	22.443	23.028	23.432	23.716	23.615
= Operativer Cashflow (netto)	25.511	26.413	28.152	29.987	32.026	33.015	33.994	34.259
- Gesamte Investitionen (Capex und WC)	-787	-31.634	-24.793	-28.337	-27.552	-26.816	-23.941	-24.023
Capex	-357	-31.500	-24.500	-28.000	-27.160	-26.617	-23.765	-24.003
Working Capital	-430	-134	-293	-337	-392	-199	-176	-20
= Freier Cashflow (FCF)	24.724	-5.221	3.359	1.650	4.475	6.199	10.052	10.236
GW der FCFs	24.724	-5.080	3.151	1.492	3.902	5.211	8.147	7.999

in Tsd EUR			
GWs der FCFs explizite Periode (2020E-2034E)	99.611		
GWs der FCFs in der Terminalperiode	215.309		
Unternehmenswert (EV)	314.920		
+ Nettokasse / - Nettoverbindl. (pro forma)	-110.455	Terminales Wachstum	1,0%
+ Investitionen / Anteile Dritter	0	Terminale EBIT-Marge	29,9%
Shareholder Value	204.466		
Verwässerte Aktienzahl (tsd)	60.545		
Fairer Wert je Aktie (in €)	3,38		

WACC		Umsatzwachstum in der Terminalperiode						
		-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%
2,97%	3,87	4,19	4,65	5,33	6,48	8,82	16,14	
3,22%	3,45	3,70	4,04	4,53	5,31	6,73	10,12	
3,47%	3,09	3,28	3,54	3,90	4,44	5,35	7,21	
3,72%	2,77	2,92	3,11	3,38	3,76	4,37	5,48	
3,97%	2,49	2,60	2,75	2,94	3,22	3,64	4,34	
4,22%	2,24	2,32	2,43	2,58	2,78	3,07	3,52	
4,47%	2,01	2,08	2,16	2,27	2,41	2,61	2,92	

* aus Layoutgründen werden nur die Jahre bis 2027 gezeigt, das Modell reicht aber bis 2034



GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Alle Angaben in tsd. EUR	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
Umsatz	27.685	26.420	31.670	33.081	35.701	36.777	38.873
Herstellungskosten	-418	-371	-386	-276	-300	-306	-309
Bruttogewinn	27.267	26.049	31.284	32.806	35.401	36.471	38.564
Personalkosten	-219	-208	-295	-221	-350	-420	-460
Sonstige betriebliche Erträge	594	480	3.018	1.569	536	368	389
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-7.001	-7.381	-8.553	-8.121	-8.675	-8.606	-8.941
EBITDA	20.641	18.939	25.454	26.032	26.911	27.813	29.552
Abschreibungen & Amortisation	-16.183	-15.686	-18.980	-19.252	-18.463	-19.234	-20.729
EBIT	4.458	3.254	6.473	6.780	8.448	8.579	8.823
Nettofinanzergebnis	-6.787	-5.915	-6.349	-5.803	-5.282	-5.209	-5.374
EBT	-2.329	-2.661	124	977	3.166	3.370	3.449
Steuern (inkl. sonstiger Steuern)	-819	-791	-1.374	-1.378	-1.400	-1.400	-1.400
Minderheitsbeteiligungen	68	113	-27	0	0	0	0
Nettogewinn/ -verlust	-3.081	-3.339	-1.277	-401	1.766	1.970	2.049
EPS (verwässert)	-0,07	-0,07	-0,03	-0,01	0,04	0,04	0,04
Kennzahlen							
Bruttomarge	98,5%	98,6%	98,8%	99,2%	99,2%	99,2%	99,2%
EBITDA-Marge	74,6%	71,7%	80,4%	78,7%	75,4%	75,6%	76,0%
EBIT-Marge	16,1%	12,3%	20,4%	20,5%	23,7%	23,3%	22,7%
Nettomarge	-11,1%	-12,6%	-4,0%	-1,2%	4,9%	5,4%	5,3%
Steuersatz	-35,2%	-29,7%	1104,5%	141,0%	44,2%	41,5%	40,6%
Ausgaben in % vom Umsatz							
Personalkosten	0,8%	0,8%	0,9%	0,7%	1,0%	1,1%	1,2%
Abschreibungen & Amortisation	58,5%	59,4%	59,9%	58,2%	51,7%	52,3%	53,3%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	25,3%	27,9%	27,0%	24,5%	24,3%	23,4%	23,0%
Jährliches Wachstum							
Gesamtumsatz	-5,1%	-4,6%	19,9%	4,5%	7,9%	3,0%	5,7%
Operatives Ergebnis	-7,2%	-27,0%	99,0%	4,7%	24,6%	1,5%	2,8%
Nettogewinn/ -verlust	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	11,6%	4,0%



BILANZ

Alle Angaben in tsd. EUR	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
Vermögen							
Umlaufvermögen, gesamt	13.045	19.774	20.001	19.972	20.567	23.922	24.800
Liquide Mittel	9.117	13.012	14.543	14.678	14.608	17.803	18.376
Kurzfristige Investitionen	1	0	0	0	0	0	0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	2.482	4.735	4.658	4.478	5.184	5.340	5.645
Vorräte	293	180	119	164	123	126	127
Sonstige Forderungen	1.152	1.847	680	652	652	652	652
Anlagevermögen, gesamt	180.770	221.996	202.250	183.101	164.992	177.258	181.029
Sachanlagen	170.323	212.391	193.993	176.039	158.616	171.558	175.985
Goodwill & Immaterielle Vermögenswerte	10.137	9.333	8.005	6.832	6.148	5.472	4.815
Finanzanlagen	310	272	252	231	228	228	228
Sonstige Vermögenswerte	0	0	0	0	0	0	0
Aktiva	193.815	241.770	222.251	203.074	185.559	201.179	205.829
Eigenkapital und Verbindlichkeiten							
Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt	15.522	33.623	22.169	21.594	19.297	17.351	16.427
Zinstragende Verbindlichkeiten (kurzfristig)	11.391	17.547	18.071	17.533	15.000	13.000	12.000
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	1.731	2.709	1.572	997	1.233	1.258	1.270
Rückstellungen (kurzfristig)	1.668	1.705	2.168	2.384	2.384	2.384	2.384
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	732	11.661	358	679	679	709	772
Langfristige Verbindlichkeiten, gesamt	142.828	168.166	161.821	144.110	128.110	136.735	135.208
Zinstragende Verbindlichkeiten	135.980	162.179	155.967	138.956	122.956	131.581	134.956
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	6.848	5.986	5.854	5.154	5.154	5.154	252
Mezzanine Kapital	4.952	4.929	4.920	4.903	4.903	4.903	0
Anteile Dritter	-184	489	0	0	0	0	0
Eigenkapital	35.649	39.493	38.261	37.370	38.153	47.094	54.195
Gezeichnetes Kapital	44.500	49.000	49.000	49.000	49.000	52.500	54.769
Kapitalrücklage	10.601	13.271	13.271	13.729	13.729	18.209	22.066
Gewinnrücklagen	-19.452	-22.778	-24.010	-25.360	-24.574	-23.612	-22.636
Passiva	193.815	241.770	222.251	203.074	185.559	201.179	205.829
Kennzahlen							
Current ratio (x)	0,84	0,59	0,90	0,92	1,07	1,38	1,51
Quick ratio (x)	0,82	0,58	0,90	0,92	1,06	1,37	1,50
Nettoverbindlichkeiten	138.253	166.715	159.495	141.811	123.348	126.778	128.580
Nettoverschuldungsgrad	387,8%	422,1%	416,9%	379,5%	323,3%	269,2%	237,3%
Eigenkapitalquote	18,4%	16,3%	17,2%	18,4%	20,6%	23,4%	26,3%
Finanzverb. inkl. Mezzanine / EBITDA	7,4	9,7	7,0	6,2	5,3	5,4	5,0
Buchwert je Aktie (in €)	0,81	0,84	0,78	0,76	0,78	0,93	1,01
Return on Equity (ROE)	-8,6%	-8,5%	-3,3%	-1,1%	4,6%	4,2%	3,8%
Return on Investment (ROI)	-1,6%	-1,4%	-0,6%	-0,2%	1,0%	1,0%	1,0%
Return on Assets (ROA)	1,9%	1,1%	2,3%	2,7%	3,8%	3,6%	3,6%
Return on Capital employed (ROCE)	2,3%	1,7%	3,1%	3,5%	4,8%	5,0%	4,9%



CASHFLOWRECHNUNG

Alle Angaben in tsd. EUR	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
EBIT	4.458	3.254	6.473	6.780	8.448	8.579	8.823
Abschreibungen	16.183	15.686	18.980	19.252	18.463	19.234	20.729
EBITDA	20.641	18.939	25.454	26.032	26.911	27.813	29.552
Veränderungen Working Capital	1.026	-871	-702	-798	-430	-134	-293
Sonstiges (Rückstellungen, etc.)	-1.846	-913	-2.664	-2.293	-1.400	-1.400	-1.400
Operativer Cashflow	19.821	17.155	22.088	22.941	25.081	26.279	27.859
Investitionen in Sachanlagen	-416	-402	-10.246	-99	-357	-31.500	-24.500
Investitionen in immaterielle Vermögenswerte	0	0	0	0	0	0	0
Freier Cashflow	19.405	16.753	11.842	22.842	24.724	-5.221	3.359
Akquisitionen und Verkäufe	1.371	-4.312	1.061	1.070	0	0	0
Andere Investitionen	2.809	174	9	3	0	0	0
Cashflow aus Investitionstätigkeit	3.764	-4.540	-9.176	974	-357	-31.500	-24.500
Cashflow aus FK-Finanzierung, netto	-27.141	-15.940	-11.356	-23.266	-23.815	1.416	-2.999
Cashflow aus EK-Finanzierung, netto	1.850	7.171	0	0	0	7.980	6.125
Gezahlte Dividenden	0	0	0	-490	-980	-980	-1.009
Sonstige Finanzierung	0	0	0	0	0	0	-4.903
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-25.291	-8.769	-11.356	-23.756	-24.795	8.416	-2.786
FOREX & sonstige Effekte	0	0	0	0	0	0	0
Veränderung der liquiden Mittel	-1.706	3.846	1.556	159	-71	3.196	573
Cash am Anfang der Periode	10.823	9.117	13.012	14.543	14.678	14.608	17.803
Cash zum Ende der Periode	9.117	12.963	14.543	14.678	14.608	17.803	18.376
EBITDA je Aktie	0,47	0,40	0,52	0,53	0,55	0,55	0,55
Operativer Cashflow je Aktie	0,45	0,36	0,45	0,47	0,51	0,52	0,52
Jährliches Wachstum							
Operativer Cashflow	-11,3%	-13,4%	28,8%	3,9%	9,3%	4,8%	6,0%
Freier Cashflow	79,4%	-13,7%	-29,3%	92,9%	8,2%	n.m.	n.m.
EBITDA je Aktie	-14,7%	-13,8%	29,3%	2,3%	3,4%	0,4%	0,0%

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

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 12. April 2021 um 15:22 Uhr abgeschlossen.

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

Copyright© 2021 First Berlin Equity Research GmbH. Kein Teil dieser Finanzanalyse darf ohne vorherige schriftliche Genehmigung durch die First Berlin Equity Research GmbH kopiert, fotokopiert, vervielfältigt oder weiterverbreitet werden, gleich in welcher Form und durch welches Medium. Bei Zitaten ist die First Berlin Equity Research GmbH als Quelle anzugeben. Weitere Informationen sind auf Anfrage erhältlich.

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

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

INTERESSENKONFLIKTE

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

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

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

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

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

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

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

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

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

STICHTAGE VON KURSEN

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

ABSTIMMUNG MIT DEM ANALYSIERTEN UNTERNEHMEN UND EINFLUSSNAHME

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

ANLAGEBEWERTUNGSSYSTEM

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

ANLAGEEMPFEHLUNG

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

Kategorie		1	2
Aktuelle Marktkapitalisierung (in €)		0 - 2 Milliarden	> 2 Milliarden
Strong Buy ¹	erwartete positive Kursentwicklung von:	> 50%	> 30%
Buy	erwartete positive Kursentwicklung von:	> 25%	> 15%
Add	erwartete positive Kursentwicklung zwischen:	0% to 25%	0% to 15%
Reduce	erwartete negative Kursentwicklung zwischen:	0% to -15%	0% to -10%
Sell	erwartete negative Kursentwicklung von:	< -15%	< -10%

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

Unser Empfehlungssystem platziert jedes Unternehmen in eine von zwei Marktkapitalisierungskategorien. Unternehmen der Kategorie 1 haben eine Marktkapitalisierung von €0 bis €2 Milliarden, und Unternehmen der Kategorie 2 eine Marktkapitalisierung von über €2 Milliarden. Die Schwellen bei der erwarteten Rendite, die unserem Empfehlungssystem zugrunde liegen, sind bei Unternehmen der Kategorie 2 niedriger als bei Unternehmen der Kategorie 1. Dies spiegelt das allgemein niedrigere Risiko wider, das mit Unternehmen mit höherer Marktkapitalisierung verbunden ist.

RISIKOBEWERTUNG

Die First-Berlin-Kategorien zur Risikobewertung sind Niedrig, Mittel, Hoch und Spekulativ. Sie werden durch zehn Faktoren bestimmt: Unternehmensführung und -kontrolle, Gewinnqualität, Stärke der Geschäftsleitung, Bilanz- und Finanzierungsrisiko, Positionierung im Wettbewerbsumfeld, Standard der Offenlegung der finanziellen Verhältnisse, aufsichtsrechtliche und politische Ungewissheit, Markenname, Marktkapitalisierung und Free Float. Diese Risikofaktoren finden Eingang in die First-Berlin-Bewertungsmodelle und sind daher in den Kurszielen enthalten. Die Modelle können von First-Berlin-Kunden angefordert werden.

ANLAGEEMPFEHLUNG- & KURSZIELHISTORIE

Bericht Nr.:	Tag der Veröffentlichung	Schlusskurs Vortag	Anlageempfehlung	Kursziel/Bewertung
Initial Report	30. November 2012	€ 1,18	Buy	€ 1,50
2...9	↓	↓	↓	↓
10	11. Dezember 2018	€ 1,61	Buy	€ 2,10
11	2. August 2019	€ 1,68	Buy	€ 2,10
12	1. Oktober 2019	€ 1,75	Add	€ 2,10
13	12. Mai 2020	€ 2,06	Add	€ 2,20
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	Heute	€ 2,50	Buy	€ 3,40

ANLAGEHORIZONT

Die Ratings beziehen sich vorbehaltlich einer abweichenden Aussage in der Finanzanalyse auf einen Investitionszeitraum von zwölf Monaten.

AKTUALISIERUNG

Zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dieser Finanzanalyse steht noch nicht fest, ob, wann und zu welchem Anlass eine Aktualisierung erfolgt. Im Allgemeinen bemüht sich First Berlin, in zeitlich engem Zusammenhang mit der Erfüllung der Berichtspflichten durch das analysierte Unternehmen oder anlässlich von Ad Hoc Meldungen die Finanzanalyse auf ihre Aktualität hin zu überprüfen und gegebenenfalls zu aktualisieren.

ÄNDERUNGSVORBEHALT

Die in der Finanzanalyse enthaltenen Meinungen spiegeln die Einschätzung des Erstellers zum Veröffentlichungstag der Finanzanalyse wider. Der Ersteller der Finanzanalyse behält sich das Recht vor, seine Meinung ohne vorherige Ankündigung zu ändern.

Die gesetzlich erforderlichen Angaben über

- die wesentlichen Informationsgrundlagen für die Erstellung der Finanzanalyse;
- die Bewertungsgrundsätze und -methoden;
- die Sensitivität der Bewertungsparameter

entnehmen Sie bitte dem folgenden Internetlink: <http://firstberlin.com/disclaimer-german-link/>

AUFSICHTSBEHÖRDE: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorferstraße 108, 53117 Bonn und Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt am Main

HAFTUNGSAUSSCHLUSS (DISCLAIMER)

ZUVERLÄSSIGKEIT VON INFORMATIONEN UND INFORMATIONQUELLEN

Die in dieser Studie enthaltenen Informationen basieren auf Quellen, die der Ersteller für zuverlässig hält. Eine umfassende Prüfung der Genauigkeit und Vollständigkeit von Informationen und der Zuverlässigkeit von Informationsquellen ist weder durch den Ersteller, noch durch First Berlin erfolgt. Für die Genauigkeit und Vollständigkeit von Informationen und die Zuverlässigkeit von Informationsquellen wird demzufolge keinerlei Gewähr übernommen, und weder der Ersteller, noch First Berlin, noch die für die Weitergabe oder die Verbreitung der Finanzanalyse verantwortliche Person, haften für direkte oder indirekte, unmittelbare oder mittelbare Schäden, die aus dem Vertrauen auf die Genauigkeit und Vollständigkeit von Informationen und die Zuverlässigkeit von Informationsquellen entstehen.

ZUVERLÄSSIGKEIT VON SCHÄTZUNGEN UND PROGNOSEN

Der Ersteller der Finanzanalyse hat Schätzungen und Prognosen nach bestem Wissen vorgenommen. Diese Schätzungen und Prognosen spiegeln die persönliche Meinung und Wertung des Erstellers wider. Prämissen für Schätzungen und Prognosen, sowie die Sichtweise des Erstellers auf solche Prämissen, unterliegen fortwährender Veränderung. Die jeweiligen Erwartungen über die zukünftige Wertentwicklung eines Finanzinstrumentes sind Ergebnis einer Momentaufnahme und können sich jederzeit ändern. Das Ergebnis einer Finanzanalyse beschreibt immer nur eine – die aus Sicht des Erstellers wahrscheinliche – zukünftige Entwicklung aus einer Vielzahl möglicher zukünftiger Entwicklungen.

Sämtliche Marktwerte oder Kursziele, die für das in dieser Finanzanalyse analysierte Unternehmen angegeben werden, können auf Grund verschiedener Risikofaktoren, einschließlich, aber nicht ausschließlich, Marktvolatilität, Branchenvolatilität, Maßnahmen des analysierten Unternehmens, Wirtschaftslage, Nichterfüllung von Ertrags- und/oder Umsatzprognosen, Nichtverfügbarkeit von vollständigen und genauen Informationen und/oder ein später eintretendes Ereignis, das sich auf die zugrunde liegenden Annahmen des Erstellers bzw. sonstiger Quellen, auf welche sich der Ersteller in diesem Dokument stützt, auswirkt, möglicherweise nicht erreicht werden. In der Vergangenheit erzielte Performance ist kein Indikator für zukünftige Wertentwicklungen; Vergangenheitswerte können nicht in die Zukunft fortgeschrieben werden.

Für die Genauigkeit von Schätzungen und Prognosen wird dementsprechend keinerlei Gewähr übernommen, und weder der Ersteller, noch First Berlin, noch die für die Weitergabe oder die Verbreitung der Finanzanalyse verantwortliche Person, haften für direkte oder indirekte, unmittelbare oder mittelbare Schäden, die aus dem Vertrauen auf die Richtigkeit von Schätzungen und Prognosen entstehen.

INFORMATIONSZWECKE, KEINE EMPFEHLUNG, AUFFORDERUNG, KEIN ANGEBOT ZUM KAUF VON WERTPAPIEREN

Die vorliegende Finanzanalyse dient Informationszwecken. Sie soll institutionelle Anleger unterstützen, eigene Investitionsentscheidungen zu treffen, jedoch dem Anleger in keiner Weise eine Anlageberatung zur Verfügung stellen. Weder der Ersteller, noch First Berlin, noch die für die Weitergabe oder die Verbreitung der Finanzanalyse verantwortliche Person, werden durch die Ausarbeitung dieser Finanzanalyse gegenüber einem Anleger als Anlageberater oder als Portfolioverwalter tätig. Jeder Anleger muss sich ein eigenes unabhängiges Urteil über die Geeignetheit einer Investition in Ansehung seiner eigenen Anlageziele, Erfahrungen, der Besteuerungssituation, Finanzlage und sonstiger Umstände bilden.

Die Finanzanalyse stellt keine Empfehlung oder Aufforderung und kein Angebot zum Kauf des in dieser Finanzanalyse genannten Wertpapiers dar. Weder der Ersteller, noch First Berlin, noch die für die Weitergabe oder die Verbreitung der Finanzanalyse verantwortliche Person, übernehmen demzufolge eine Haftung für Verluste, die sich direkt oder indirekt, unmittelbar oder mittelbar aus der wie auch immer gearteten Nutzung oder dem wie auch immer gearteten Gebrauch von Informationen oder Aussagen aus dieser Finanzanalyse ergeben.

Eine Entscheidung bezüglich einer Wertpapieranlage sollte auf der Grundlage unabhängiger Investmentanalysen und Verfahren sowie anderer Studien, einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf, Informationsmemoranden, Verkaufs- oder Emissionsprospekte erfolgen und nicht auf der Grundlage dieses Dokuments.

KEIN ZUSTANDEKOMMEN VERTRAGLICHER SCHULDVERHÄLTNISSE

Durch die Kenntnisnahme von dieser Finanzanalyse wird der Empfänger weder zum Kunden von First Berlin, noch entstehen First Berlin durch die Kenntnisnahme irgendwelche vertraglichen, quasi-vertraglichen oder vorvertraglichen Verpflichtungen und/oder Verantwortlichkeiten gegenüber dem Empfänger. Insbesondere kommt kein Auskunftsvertrag zwischen First Berlin und dem Empfänger dieser Informationen zustande.

KEINE PFLICHT ZUR AKTUALISIERUNG

First Berlin, den Ersteller und/oder die für die Weitergabe oder die Verbreitung der Finanzanalyse verantwortliche Person trifft keine Pflicht zur Aktualisierung der Finanzanalyse. Anleger müssen sich selbst über den laufenden Geschäftsgang und etwaige Veränderungen im laufenden Geschäftsgang des analysierten Unternehmens informieren.

VERVIELFÄLTIGUNG

Der Versand oder die Vervielfältigung dieses Dokuments ist ohne die vorherige schriftliche Zustimmung von First Berlin nicht gestattet.

SALVATORISCHE KLAUSEL

Sollte sich eine Bestimmung dieses Haftungsausschlusses unter dem jeweils anwendbaren Recht als rechtswidrig, unwirksam oder nicht durchsetzbar erweisen, ist die betreffende Bestimmung so zu behandeln, als wäre sie nicht Bestandteil dieses Haftungsausschlusses; in keinem Fall berührt sie die Rechtmäßigkeit, Wirksamkeit oder Durchsetzbarkeit der übrigen Bestimmungen.

ANWENDBARES RECHT, GERICHTSSTAND

Die Erstellung dieser Finanzanalyse unterliegt deutschem Recht. Der Gerichtsstand für etwaige Streitigkeiten ist Berlin (Deutschland).

KENNTNISNAHME VOM HAFTUNGSAUSSCHLUSS

Durch die Kenntnisnahme von dieser Finanzanalyse bestätigt der Empfänger die Verbindlichkeit der vorstehenden Ausführungen.

Indem der Empfänger dieses Dokument nutzt oder sich gleich in welcher Weise darauf verlässt, akzeptiert er die vorstehenden Beschränkungen als für ihn verbindlich.

QUALIFIZIERTE INSTITUTIONELLE INVESTOREN

Die Finanzanalysen von First Berlin sind ausschließlich für qualifizierte institutionelle Investoren bestimmt.

Dieser Bericht ist nicht zur Verbreitung in den USA und/oder Kanada bestimmt.