

Valneva SE

Frankreich / Biotechnologie
 Euronext Paris
 Bloomberg: VLA FP
 ISIN: FR0004056851

Update

BEWERTUNG

KURSZIEL

Aufwärtspotenzial
 Risikobewertung

BUY

€ 7,40

49,2%

High

POSITIVE LYME PHASE II ERGEBNISSE; SARS-COV-2 IMPFSTOFF-DEAL MIT UK

Valneva hat positive Ergebnisse von VLA15-201 bekannt gegeben, der ersten von zwei parallelen Phase-II-Studien ihres Lyme-Borreliose-Impfstoffkandidaten VLA15. VLA15-201 erreichte seine Endpunkte, und im Vergleich zu Phase I lösten die in dieser Studie verwendeten höheren Dosen höhere Antikörperreaktionen aus. VLA15 war im Allgemeinen auch in allen getesteten Dosis- und Altersgruppen sicher. Letzte Woche gab Valneva weiter bekannt, dass sie ausgewählt wurde, SARS-CoV-2-Impfstoffe nach Großbritannien zu liefern. Valneva gab am 22. April erstmals bekannt, dass sie einen Impfstoffkandidaten, VLA2001, gegen SARS-CoV-2 entwickelt. VLA2001 basiert auf Valnevas bestehender Grundlage für den Japanischen Enzephalitis-Impfstoff Ixiaro. Daher halten wir die Wahrscheinlichkeit, dass der Impfstoff wirkungsvoll sein wird, für groß. VLA2001 wird voraussichtlich 2020 in klinische Studien aufgenommen und möglicherweise die behördliche Zulassung H2/21 erhalten. Das Abkommen mit der britischen Regierung ist eine Grundsatzvereinbarung über 60 Millionen Dosen. Wenn sich herausstellt, dass der Impfstoff sicher und wirksam ist, hat die britische Regierung eine Option auf weitere 40 Millionen Dosen. Wir haben 60 Millionen Dosen in unser Bewertungsmodell aufgenommen, von denen wir annehmen, dass sie einen Umsatz von rd. €480 Mio. generieren, wenn der Impfstoff zugelassen ist. Auf der Grundlage des Abkommens mit der britischen Regierung erhöhen wir unser Kursziel von €6,90 auf €7,40. Wir behalten unsere Kaufempfehlung bei.

VLA15-201 erreichte seinen primären Endpunkt In VLA15-201 wurde VLA15 am Tag 1, Monat 1 und Monat 2 verabreicht. Der primäre Endpunkt, der durch die Studie erreicht wurde, war die Immunogenität am Tag 85 (einen Monat nach Abschluss der primären Immunisierung). Die Immunogenität wurde gemessen, indem Immunglobulin-G-Antikörper gegen jeden der sechs am häufigsten vorkommenden äußeren Oberflächenprotein-A-Serotypen der Lyme-Borreliose in den USA und Europa bestimmt wurden, die vom Impfstoff abgedeckt wurden.

FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
Umsatz (€ Mio.)	94,06	105,29	113,04	126,20	116,02	150,22
Jährliches Wachstum	20,0%	11,9%	7,4%	11,6%	-8,1%	29,5%
EBIT (€ Mio.)	-42,57	-3,95	6,26	-0,81	-20,02	-10,07
EBIT-Marge	na	na	5,5%	na	na	na
Jahresübers. (€ Mio.)	-49,18	-11,48	3,26	-2,30	-21,91	-11,67
EPS (verwässert) (€)	-0,66	-0,15	0,04	-0,03	-0,24	-0,13
DPS (€)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF (€ Mio.)	2,82	8,74	12,55	-5,36	75,44	-38,30
Nettoverschuldungsgrad	40,3%	36,1%	-35,5%	-28,2%	-100,3%	-82,1%
Liquide Mittel (€ Mio.)	42,18	38,06	81,72	64,44	154,57	160,72

RISIKEN

Die Risiken beinhalten, sind aber nicht beschränkt auf Entwicklung, Lizenzierung, Zulassung, Wettbewerb und Bindung der Schlüsselkräfte.

UNTERNEHMENSPROFIL

Valneva ist ein voll integriertes, sich im kommerziellen Stadium befindliches Biotech-Unternehmen mit dem Schwerpunkt auf der Entwicklung innovativer Impfstoffe für Krankheiten mit hohem medizinischem Bedarf. Das Unternehmen verfügt über ein Portfolio von zwei kommerziellen Reiseimpfstoffen und zwei Impfstoffen in der klinischen Entwicklung für Infektionskrankheiten. Valneva, mit Sitz in Frankreich, hat ca. 500 Mitarbeiter.

HANDELSDATEN

Stand: 27. Jul 2020

Schlusskurs	€ 4,96
Aktien im Umlauf	90,92 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 450,95 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 2,07 / 5,39
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	219.288

Multiples	2019	2020E	2021E
KGV	n.a.	n.a.	n.a.
EV/Sales	3,7	4,1	3,1
EV/EBIT	n.a.	n.a.	n.a.
Div.-Rendite	0,0%	0,0%	0,0%

KURSÜBERSICHT



UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 31. Mrz 2020

Liquide Mittel	€ 80,83 Mio.
Kurzfristige Vermögenswerte	€ 142,69 Mio.
Immaterielle Vermögenswerte	€ 40,84 Mio.
Bilanzsumme	€ 276,57 Mio.
Kurzfristige Verbindlichkeiten	€ 45,13 Mio.
Eigenkapital	€ 133,16 Mio.

AKTIONÄRSSTRUKTUR

Groupe Grimaud La Corbière	15,1%
US PIPE investors	8,2%
Bpifrance Participations SA	8,7%
MVM Funds	0,9%
Free Float and other	67,1%



Die Ergebnisse von VLA15-202, der zweiten der beiden Lyme-Phase-II-Studien, sollen noch in diesem Jahr vorliegen. In VLA15-202 wurde VLA15 am Tag 1, Monat 2 und Monat 6 verabreicht. Daten aus den beiden Phase-II-Studien werden verwendet, um die Dosis und den Impfplan für die Phase-III-Studie von VLA15 festzulegen, die voraussichtlich 2021/22 beginnen wird.

Grundsätzliche Vereinbarung zur Lieferung des SARS-CoV-2-Impfstoffs VLA2001 an die britische Regierung Letzte Woche gab Valneva bekannt, dass sie ausgewählt wurde, SARS-CoV-2-Impfstoffe nach Großbritannien zu liefern. Valneva geht davon aus, dass die britische Regierung einen Beitrag zu den Kosten für klinische Studien in Großbritannien zu VLA2001 leisten wird. Die beiden Parteien verhandeln auch über Finanzmittel für den Ausbau des schottischen Werks von Valneva in Livingston. Valneva plant im Rahmen ihrer Reaktion auf SARS-CoV-2 weitere Investitionen in ihre Produktionsstätten in Livingston und in Solna, Schweden.

VLA2001 verwendet dieselbe Plattform wie Valnevas zugelassener Ixiaro-Impfstoff VLA2001 ist ein inaktivierter Vollvirus-Impfstoffkandidat und verwendet daher eine etablierte Technologie, die auch die Grundlage für Valnevas Japanischen Enzephalitis-Impfstoff Ixiaro bildet. Ixiaro ist seit 2009 in den USA, der EU und Kanada zugelassen. Wir halten die Wahrscheinlichkeit, dass VLA2001 funktioniert, daher für groß. Valneva hat keine Aussagen zur Preisgestaltung von VLA2001 gemacht, aber das Management bestätigt, dass Lieferungen auf kommerzieller Basis erfolgen. Wir haben €8 pro Dosis angenommen.

Kursziel von €6,90 auf €7,40 angehoben. Kaufempfehlung beibehalten Wir haben 60 Millionen Dosen VLA2001 in unser Bewertungsmodell aufgenommen, von denen wir annehmen, dass sie einen Umsatz von rd. €480 Mio. ab 2022 generieren, wenn der Impfstoff zugelassen ist. Auf der Grundlage des Abkommens mit der britischen Regierung erhöhen wir unser Kursziel von €6,90 auf €7,40. Wir behalten unsere Kaufempfehlung bei.

Abbildung 1: Bewertungsmodell

Impfstoff	Projekt ¹⁾	Barwert	Ziel Bevolk.	Impfstoff Preis	Markt Größe	Penetrations Rate	Umsatz 2030	PACME Marge ²⁾	WACC Rate	Markteinführungszeit
Ixiaro	Japanische Enzephalitis	€611,3M	21.112K	€198	€4.80M	2,3%	€161,1M	42%	10%	-
Dukoral	Cholera & ETEC	€108,5M	56.000K	€40	€2.240M	1,1%	€3,3M	38%	10%	-
VLA84	Clostridium Difficile	€28,9M	60.000K	€248	€14.870M	2,2%	€407,6M	12%	15%	8 Jahre
VLA15	Lyme-Borreliose	€252,6M	120.000K	€135	€16.145M	2,8%	€580,6M	19%	10%	5 Jahre
VLA 1553	Chikungunya-Virus	€196,8M	25.000K	€164	€4.091M	22%	€109,9M	42%	10%	3 Jahre
VLA 1601	Zika-Virus	€34,4M	145.000K	€145	€20.959M	1,4%	€30,1M	7%	15%	8 Jahre
VLA 2001	SARS-CoV-2	€95,2M	60.000K	€ 8	n.a.	n.a.	n.a.	60%	10%	2 Jahre
EB66 Zelllinie	Technologie-Plattform	€27,5M					€19,7M	16%	10%	-
PACME Barwert (BW)		€1.355,1M			€62.491M		€1.682,1M			
Kosten BW⁴⁾		€829,0M								
Nettobarwert		€526,1M								
Meilensteine, Produkte Dritter, BW		€205,1M								
Netto liquide Mittel (pro-forma)		€23,2M								
Fairer Wert		€754,4M								
Anzahl der Aktien (voll verwässert)		101.979K								
Kursziel		€7,40								

1) Ein Projekt bezieht sich in der Regel auf eine spezifische Indikation oder, soweit erforderlich oder relevant, eine Kombination zwischen Indikation und geografischem Markt

2) PACME (Gewinn nach Kosten- und Marketingaufwand) spiegelt den Gewinnanteil des Unternehmens an zukünftigen Erträgen wider.

Dieser Anteil kann in Form von Lizenzgebühren (Outsourcing Marketing / Herstellung) oder die operative EBITDA-Marge (Inhouse-Modell), oder beiden (abhängig von den spezifischen Parametern der Kooperationsvereinbarung) abgeleitet werden

3) Verbleibende Patentlaufzeit nach dem Zeitpunkt der Genehmigung

4) Enthält firmeneigene F&E, G&A, Finanzierungskosten und CapEx; COGS und V&M werden für jedes Projekt in die PACME-Marge einbezogen

Quelle: First Berlin Equity Research Schätzungen



Abbildung 2: Änderungen an unserem Bewertungsmodell

	Alt	Neu	Delta
PACME Barwert (BW)	€1.259,9M	€1.355,1M	7,6%
Kosten BW	€784,8M	€829,0M	5,6%
NPV	€475,1M	€526,1M	10,7%
Meilensteine, Produkte Dritter, BW	€205,1M	€205,1M	0,0%
Netto liquide Mittel (pro-forma)	€22,3M	€23,2M	3,9%
Fairer Wert	€702,6M	€754,4M	7,4%
Anzahl der Aktien (voll verwässert)	101.756K	101.979K	0,2%
Kursziel	€6,90	€7,40	7,2%

Quelle: First Berlin Equity Research Schätzungen



GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd EUR	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
Produktumsätze	80.428	92.619	103.476	129.511	86.000	109.500
Umsatz aus Kooperationen & Lizenzierung	13.634	12.672	9.559	-3.315	30.019	40.720
Gesamtumsatz	94.062	105.291	113.035	126.196	116.019	150.220
Herstellungskosten	-43.076	-45.979	-44.448	-49.968	-39.567	-45.707
Rohertrag	50.986	59.312	68.587	76.228	76.452	104.513
Vertrieb & Marketing	-16.639	-17.875	-20.930	-24.145	-21.562	-24.090
Allgemeine Verwaltungskosten	-14.412	-15.545	-16.932	-18.398	-18.445	-20.500
Forschungs- und Entwicklungskosten	-24.589	-23.356	-25.291	-37.883	-60.280	-72.200
Abschreibungen auf immat. Vermögensw.	-41.246	-10.731	-3.177	-2.952	-2.881	-3.475
Sonstige betriebliche Aufwendungen/Erträge*	3.332	4.241	4.004	6.339	6.692	5.678
Außerordentliche Erträge aus einem Erwerb	0	0	0	0	0	0
Betriebsergebnis (EBIT)	-42.568	-3.954	6.261	-811	-20.024	-10.074
Nettofinanzergebnis	-6.260	-8.606	-4.031	-1.633	-3.690	-3.600
Assoziierte Unternehmen	0	0	1.122	1.574	1.800	2.000
Ergebnis vor Ertragsteuern	-48.828	-12.560	3.351	-870	-21.914	-11.674
Ertragsteuern	-356	1.078	-88	-1.430	0	0
Ergebnis nach Ertragsteuern	-49.184	-11.482	3.264	-2.300	-21.914	-11.674
Ergebnis je Aktie	-0,66	-0,15	0,04	-0,03	-0,24	-0,13
EBITDA**	2.811	10.708	13.089	7.800	-10.824	-3.396

*Anmerkung 1: Sonstige betriebliche Aufwendungen/Erträge beinhaltet den früheren Umsatz-Posten Zuschüsse

** Anmerkung 2: Das EBITDA in 2016 wird um den einmaligen Gewinn aus Unternehmenskauf und die Wertminderung von immateriellen Vermögenswerten bereinigt.

Margen in %

Bruttomarge	54,2%	56,3%	60,7%	60,4%	65,9%	69,6%
EBITDA-Marge	3,0%	10,2%	11,6%	6,2%	-9,3%	-2,3%
EBIT-Marge	n.a.	n.a.	n.a.	-0,6%	-17,3%	-6,7%
Nettomarge	n.a.	n.a.	2,9%	n.a.	n.a.	n.a.

Ausgaben in % von Umsatz

Vertrieb & Marketing	-17,7%	-17,0%	-18,5%	-19,1%	-18,6%	-16,0%
Allgemeine Verwaltungskosten	-15,3%	-14,8%	-15,0%	-14,6%	-15,9%	-13,6%
Forschungs- und Entwicklungskosten	-26,1%	-22,2%	-22,4%	-30,0%	-52,0%	-48,1%

Jährliches Wachstum

Produktumsätze	30,7%	15,2%	11,7%	25,2%	-33,6%	27,3%
Gesamtumsatz	20,0%	11,9%	7,4%	11,6%	-8,1%	29,5%
Betriebsergebnis (EBIT)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Ergebnis nach Ertragsteuern	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.



BILANZ

Alle Angaben in Tsd EUR	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
<u>Vermögen</u>						
Umlaufvermögen, gesamt	91.197	83.448	125.972	129.162	223.800	225.580
Liquide Mittel	42.180	38.055	81.725	64.439	154.568	160.718
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	16.912	17.622	11.259	24.030	17.200	17.520
Vorräte	22.701	19.931	22.727	25.772	21.500	27.594
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	9.404	7.840	10.261	14.921	30.533	19.748
Anlagevermögen, gesamt	115.686	105.895	103.935	135.562	123.152	134.955
Sachanlagen	39.039	38.374	37.997	20.003	19.780	19.710
Nutzungsrechte an Leasingobjekten	0	0	0	49.334	41.000	52.203
Goodwill & immaterielle Vermögenswerte	58.959	48.468	44.891	41.813	37.841	35.566
Assoziierte Unternehmen	0	0	1.122	2.263	4.063	6.063
Sonstige Vermögenswerte	17.688	17.368	17.236	17.161	15.480	16.425
Latente Steueransprüche	0	1.686	2.689	4.988	4.988	4.988
Aktiva	206.883	189.343	229.907	264.723	346.952	360.534
<u>Eigenkapital und Verbindlichkeiten</u>						
Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt	38.890	37.674	42.944	41.300	65.643	74.109
Zinstragende Verbindlichkeiten	20.959	17.399	16.664	1.999	1.000	0
Verbind. aus Lieferungen und Leistungen	7.808	9.527	13.325	16.567	17.200	21.900
Sonstige kurzfr. Verbind. und Rückstellungen	2.439	2.896	2.041	7.344	2.580	3.285
Leasingverbindlichkeiten	0	0	865	2.308	1.533	1.951
Steuer- und mitarbeiterbezogene Verbind.	7.123	7.531	8.643	10.624	10.320	13.140
Steuerverbindlichkeiten	561	322	1.406	2.458	3.010	3.833
Rechnungsabgrenzungsposten	0	0	0	0	30.000	30.000
Langfristige Verbindlichkeiten, gesamt	67.942	59.000	43.777	88.270	168.070	139.405
Zinstragende Verbindlichkeiten	61.544	54.097	14.273	24.317	40.000	40.000
Leasingverbindlichkeiten	0	0	25.797	56.592	55.000	55.000
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	6.398	4.903	3.707	7.361	4.888	6.224
Rechnungsabgrenzungsposten	0	0	0	0	68.182	38.182
Eigenkapital	100.051	92.669	143.186	135.153	113.240	147.020
Passiva	206.883	189.343	229.907	264.723	346.952	360.534
<u>Kennzahlen</u>						
Current ratio (x)	2,34	2,22	2,93	3,13	3,41	3,04
Quick ratio (x)	1,76	1,69	2,40	2,50	3,08	2,67
Nettoverschuldungsgrad	40,3%	36,1%	-35,5%	-28,2%	-100,3%	-82,1%
Buchwert je Aktie (€)	1,34	1,20	1,77	1,49	1,25	1,62
Eigenkapitalquote	48,4%	48,9%	62,3%	51,1%	32,6%	40,8%



CASHFLOWRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd EUR	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
Ergebnis nach Ertragsteuern	-49.184	-11.482	3.264	-1.744	-21.914	-11.674
Gesamtabschreibungen	11.269	11.141	6.828	8.532	9.200	6.678
Wertminderung von Vermögenswerten	34.109	3.568	0	75	0	0
Aktienbasierte Vergütung	1.428	811	1.887	2.552	0	0
Steuerrückstellungen	357	-1.078	88	874	0	0
Investitionen ins Working Capital	3.032	4.199	3.955	-6.682	-3.219	3.024
Rechnungsabgrenzungsposten	0	0	0	0	98.182	-30.000
Sonstige	5.494	5.670	286	1.922	-1.800	-2.000
Operativer Cashflow	6.505	12.829	16.306	5.529	80.450	-33.972
Investitionen in Sachanlagen	-2.411	-2.890	-2.874	-10.502	-3.805	-3.133
Investitionen in immaterielle Vermögenswerte	-1.270	-1.148	-297	-382	-1.200	-1.200
Freier Cashflow	2.824	8.744	12.553	-5.355	75.445	-38.304
Akquisitionen & Veräußerungen, netto	15.279	-94	76	0	0	0
Zinserträge	3.290	72	178	199	0	0
Cashflow aus Investitionstätigkeit	14.888	-4.060	-2.917	-10.685	-5.005	-4.333
FK- und Leasingfinanzierung, netto	-23.331	-5.311	-14.153	-7.253	14.684	-1.000
EK-Finanzierung, netto	7.471	-147	49.263	-2.463	0	45.455
Zinsaufwand	-10.932	-4.980	-4.165	-2.621	0	0
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-26.792	-10.438	30.945	-12.337	14.684	44.455
Wechselkurseffekte & sonstige	5.012	-2.456	-664	207	0	0
Veränderung der liquiden Mittel	-387	-4.125	43.670	-17.286	90.129	6.150
Cash und Äquiv. am Anfang der Periode	42.567	42.180	38.055	81.725	64.439	154.568
Cash und Äquiv. am Ende der Periode	42.180	38.055	81.725	64.439	154.568	160.718
EBITDA je Aktie	0,04	0,14	0,16	0,09	-0,12	-0,12
Jährliches Wachstum						
Operativer Cashflow	n.a.	97,2%	27,1%	-66,1%	1355,1%	n.a.
Freier Cashflow	n.a.	209,6%	43,6%	n.a.	n.a.	n.a.
EBITDA je Aktie	n.a.	267,2%	17,1%	-47,0%	n.a.	n.a.

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: Simon Scholes, Analyst

Alle Publikationen der letzten 12 Monate wurden von Simon Scholes erstellt.

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

Die Erstellung dieser Empfehlung wurde am 28. Juli 2020 um 15:37 Uhr abgeschlossen.

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

Copyright© 2020 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. 3 VO (EU) 2017/565 genannten Maßnahmen getroffen werden. Nach Art. 34 Abs. 3 VO (EU) 2017/565 müssen die gem. Art. 34 Abs. 2 Buchst. b) VO (EU) 2017/565 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

First Berlin bietet 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 (weitere Informationen und Angaben können auf Anfrage zur Verfügung gestellt werden):

- 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;

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.

Sofern sich trotz dieser Maßnahmen ein oder mehrere der vorgenannten Interessenkonflikte auf Seiten des Erstellers oder von First Berlin nicht vermeiden lassen, wird auf diesen Interessenkonflikt hingewiesen.

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	26. April 2017	€ 2,52	Buy	€ 4,00
2...17	↓	↓	↓	↓
18	7. Mai 2019	€ 3,43	Buy	€ 5,50
19	25. Juni 2019	€ 3,23	Buy	€ 5,50
20	2. August 2019	€ 3,09	Buy	€ 6,00
21	5. November 2019	€ 2,56	Buy	€ 6,00
22	2. März 2020	€ 2,81	Buy	€ 6,00
23	31. März 2020	€ 2,30	Buy	€ 5,60
24	12. Mai 2020	€ 4,22	Buy	€ 6,90
25	Heute	€ 4,96	Buy	€ 7,40

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 INFORMATIONSQUELLEN

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.