

# Valneva SE

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

Update

## BEWERTUNG

### KURSZIEL

Aufwärtspotenzial  
 Risikobewertung

## BUY

€ 13,50

28,6%  
 High

## POSITIVE ERGEBNISSE DER COVID-19-IMPfstoff-PHASE 1/2-STUDIE

Valneva hat positive Ergebnisse der Phase-1/2-Studie ihres COVID-19-Impfstoffkandidaten VLA2001 bei 153 gesunden Erwachsenen bekannt gegeben. VLA2001 wurde ohne Sicherheitsbedenken gut vertragen. Die Serokonversionsraten für S-Protein-bindende IgG-Antikörper betragen 89,8% in der mittleren Dosisgruppe und 100% in der hohen Dosisgruppe. Der Serokonversionsfaktor (Verhältnis des Antikörpertiterwerts nach der Impfung zum Wert vor der Impfung) gegenüber dem Ausgangswert betrug zwei Wochen nach Abschluss des Zwei-Dosis-Plans 26 in der mittleren Dosisgruppe und 86 in der hohen Dosisgruppe. Valneva plant nun, die Phase-3-Studie von VLA2001 bis Ende dieses Monats zu starten, und erwartet, dass im Herbst ein Zulassungsantrag bei der britischen Regulierungsbehörde eingereicht wird. Auf der Grundlage von Konsultationen mit der britischen Regierung, die die Entwicklung von Impfstoffen für Virusvarianten sowie die Anforderungen der britischen Auffrischkampagne umfassen, hat Valneva jedoch angegeben, dass die Abgabe der ersten 60 Mio. Dosen sich ins erste Quartal 2022 hineinziehen wird. Die Abgabe all dieser Dosen war zuvor für 2021 geplant, aber wir gehen jetzt von einer 50/50-Aufteilung zwischen 2021 und 2022 aus. In der Zwischenzeit macht Valneva weiterhin zügige Fortschritte bei der Entwicklung ihrer Nicht-COVID-19-Pipeline. Die Ergebnisse der dritten Phase-2-Studie mit dem Lyme-Borreliose-Impfstoffkandidaten VLA15, an der eine pädiatrische Population teilnimmt, werden Mitte des Jahres erwartet. Die Phase-3-Studie wird voraussichtlich im dritten Quartal 2022 beginnen. Vorbehaltlich des positiven Ergebnisses dieser Studie und der behördlichen Genehmigung wird die Zulassung für das erste Halbjahr 2025 erwartet. Darüber hinaus wird die Auslesung des primären Endpunkts der Phase-3-Studie des Chikungunya-Impfstoffkandidaten VLA1553 Mitte dieses Jahres erwartet. Mehrere Unternehmen entwickeln Chikungunya-Impfstoffe, aber VLA1553 war der erste Impfstoffkandidat, der die Phase 3 erreichte, und ist auch der einzige Impfstoffkandidat mit dem Potenzial, nach einer Einzeldosierung eine Langzeitimmunität zu bieten. (b.w.)

## FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
Umsatz (€ Mio.)	105,29	113,04	126,20	110,32	335,64	1158,68
Jährliches Wachstum	11,9%	7,4%	11,6%	-12,6%	204,2%	245,2%
EBIT (€ Mio.)	-3,95	6,26	-0,81	-55,12	4,21	563,17
EBIT-Marge	na	5,5%	na	na	1,3%	48,6%
Jahresübers. (€ Mio.)	-11,48	3,26	-2,30	-64,39	1,41	501,49
EPS (verwässert) (€)	-0,15	0,04	-0,02	-0,71	0,02	5,47
DPS (€)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF (€ Mio.)	8,74	12,55	-5,36	118,27	-81,54	365,56
Nettoverschuldungsgrad	36,1%	-35,5%	-28,2%	-195,1%	-94,5%	-78,4%
Liquide Mittel (€ Mio.)	38,06	81,72	64,44	204,44	206,82	572,38

## 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: 7. Apr 2021

Schlusskurs	€ 10,50
Aktien im Umlauf	90,92 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 954,63 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 2,56 / 14,90
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	637.157

Multiples	2020	2021E	2022E
KGV	n.a.	684,0	1,9
EV/Sales	8,2	2,7	0,8
EV/EBIT	n.a.	216,1	1,6
Div.-Rendite	0,0%	0,0%	0,0%

## KURSÜBERSICHT



## UNTERNEHMENS DATEN

Stand: 31. Dez 2020

Liquide Mittel	€ 204,44 Mio.
Kurzfristige Vermögenswerte	€ 308,43 Mio.
Immaterielle Vermögenswerte	€ 35,41 Mio.
Bilanzsumme	€ 449,16 Mio.
Kurzfristige Verbindlichkeiten	€ 175,87 Mio.
Eigenkapital	€ 77,42 Mio.

## AKTIONÄRSSTRUKTUR

Groupe Grimaud La Corbière	15,1%
US funds	12,6%
UK funds	9,4%
Bpifrance Participations SA	8,7%
Free Float and other	54,2%



**Dies deutet darauf hin, dass die ersten Einnahmen aus dem Impfstoff im Jahr 2023 erzielt werden könnten. Der Wert des Chikungunya-Impfstoffmarktes wird auf USD500 Mio. geschätzt, wovon USD250 Mio. durch den Reisemarkt einberechnet wurden. Wir behalten unser Kursziel von €13,50 bei, stufen jedoch das Rating auf Kaufen (zuvor: Hinzufügen) hoch, um das Aufwärtspotenzial von über 25% widerzuspiegeln.**

**Die britische Regierung hat feste Bestellungen für 100 Mio. VLA2001-Dosen aufgegeben und hat die Option auf weitere 90 Mio. Dosen** Valneva gab im September letzten Jahres ihre erste feste Bestellung der britischen Regierung über 60 Mio. Dosen VLA2001 bekannt. Diese Dosen waren ursprünglich für die Lieferung im zweiten Halbjahr 2021 geplant, aber wie oben angegeben, erwarten wir nun, dass sich die Lieferung dieser Dosen zwischen 2021 und dem ersten Quartal 2022 zu 50% aufteilt. Im Februar dieses Jahres übte die britische Regierung eine Option auf die Lieferung weiterer 40 Millionen Dosen im Jahr 2022 aus. Die britische Regierung hat Optionen auf weitere 90 Millionen Dosen für die Lieferung zwischen 2023 und 2025. Wenn von allen Optionen Gebrauch gemacht wird, beträgt der Gesamtwert der 190 Mio. Dosen bis zu €1,4 Mrd. Valneva befindet sich auch in fortgeschrittenen Gesprächen mit der Europäischen Kommission über bis zu 60 Mio. Dosen VLA2001.

**Beginn der Phase-3-Lyme-Studie für das dritte Quartal 2022 geplant, Zulassung voraussichtlich im ersten Halbjahr 2025** Im vergangenen Jahr meldete Valneva positive erste Ergebnisse von zwei klinischen Phase-2-Studien mit ihrem Impfstoffkandidaten für Lyme-Borreliose, VLA15, bei über 800 gesunden Erwachsenen. Eine zusätzliche Phase-2-Studie, die die pädiatrische Entwicklung von VLA15 beschleunigen wird, wurde Anfang März gestartet. Diese Studie umfasst nicht nur eine pädiatrische Population, sondern auch einen reduzierten Impfplan (Monat 0-6 im Vergleich zu Monat 0-2-6). Die Dosierung des ersten Probanden der Studie löst eine Meilensteinzahlung von USD10 Mio. von Pfizer aus. Erste Daten aus der Studie werden zur Jahresmitte erwartet. Alle drei Phase-2-Studien bilden die Grundlage für ein Treffen am Ende der Phase-2 mit der FDA. Die klinische Phase-3-Studie wird voraussichtlich im dritten Quartal 2022 beginnen, um die Verabreichung von VLA15 rechtzeitig zur Zeckensaison 2023 sicherzustellen. Unter der Voraussetzung, dass die Studienergebnisse, die Ende 2023 erwartet werden, positiv sind und vorbehaltlich der behördlichen Genehmigung wird die erste Lizenzierung für das erste Halbjahr 2025 erwartet.

**Wir erwarten erste Einnahmen aus VLA1553 im Jahr 2023** Die Phase-3-Studie mit Valnevas Chikungunya-Impfstoffkandidat VLA1553 begann im September 2020. Die klinischen Aktivitäten sind derzeit von der Pandemie betroffen, aber Valneva berichtete in ihren Jahresergebnissen Ende Februar, dass über 80% der geplanten 4.000 Teilnehmer eingeschrieben worden waren, und die Auslesung des primären Endpunkts wird für Mitte 2021 erwartet. Die erste Biologics License Application (Beantragung als biopharmazeutisches Produkt), die der FDA für einen Chikungunya-Impfstoff vorgelegt wird, wird einen Priority Review Voucher (Gutschein für beschleunigtes Zulassungsverfahren) erhalten. Angesichts der Tatsache, dass VLA1553 der erste Chikungunya-Impfstoffkandidat ist, der die Phase III erreicht, und dass er von der FDA die Fast Track-Bezeichnung bekommen hat, erwarten wir, dass Valneva das PRV bekommt. Wir rechnen mit den ersten Einnahmen aus VLA1553 im Jahr 2023.

**Valneva kann möglicherweise PRV für VLA1553 verkaufen. Der Medianwert der Gutscheintransaktionen beträgt USD110 Mio.** Ein Priority Review Voucher bedeutet, dass das Ziel der FDA darin besteht, innerhalb von 6 Monaten nach Erhalt Maßnahmen für einen Marketingantrag zu ergreifen (im Vergleich zu 10 Monaten bei Standardüberprüfung).

**Abbildung 1: Verkaufspreisdaten für 15 PRV-Transaktionen, für die Daten verfügbar sind**

Hoch	USD350m
Tief	USD67,5m
Durchschnitt	USD136,1m
Median	USD110m

Quelle: Konzerndaten

Zwei Medikamente erhalten für jeden Gutschein eine Prioritätsprüfung: das Medikament, das den Gutschein gewinnt, und das Medikament, das einen Gutschein für eine andere Indikation verwendet. Das Gutscheinprogramm motiviert zum einen zu mehr Behandlungen für vernachlässigte Krankheiten und zum anderen beschleunigt es die Genehmigung potenzieller Blockbuster-Therapien, da Gutscheine verkauft werden können. Wir haben im Zeitraum 2009-2019 34 PRV-Transaktionen identifiziert. Für fünfzehn dieser Transaktionen sind Werte verfügbar. Hohe, niedrige, durchschnittliche und mittlere Werte für diese Transaktionen sind in Abbildung 1 dargestellt.

**Wir erwarten für 2021 einen Umsatzbeitrag von €8 bis €15 Mio. für Bavarian Nordic Produkten** Valneva und das dänische Unternehmen Bavarian Nordic (BN) haben im Juni 2020 eine Partnerschaft zur Vermarktung und zum Vertrieb der kommerziellen Produkte des jeweils anderen angekündigt. Der Gewinn- und Verlustbeitrag der Partnerschaft war 2020 begrenzt, das Management von Valneva erwartet jedoch „ab 2021 einen wesentlicheren Beitrag“. Im Rahmen der Vereinbarung vermarktet Valneva die von BN vermarkteten Impfstoffe über ihre vorhandene Infrastruktur in Kanada, Großbritannien, Frankreich und Österreich.

Valneva baut außerdem neue Geschäftsbereiche auf, um die Produkte von BN in Belgien und den Niederlanden zu vermarkten. In der Zwischenzeit vermarktet BN Ixiaro und Dukoral in Deutschland und der Schweiz und ersetzt damit GlaxoSmithKline (GSK), das zuvor für die Vermarktung dieser beiden Produkte in diesen Ländern verantwortlich war.

**Valneva vermarktet BNs Impfstoffe gegen Rabipur (Tollwut) und Encepur (durch Zecken übertragene Enzephalitis)** BN vermarktet derzeit drei Impfstoffe in Europa - Imvanex gegen Pocken, Rabipur gegen Tollwut und Encepur gegen durch Zecken übertragene Enzephalitis (FSME). Eine globale Impfkampagne beseitigte Ende der 1970er Jahre weltweit natürlich vorkommende Pocken. BN entwickelte ursprünglich ihren Pockenimpfstoff für die US-Regierung, die aus Gründen der nationalen Sicherheit einen Vorrat unterhält. Imvanex ist für den privaten Markt in Europa zugelassen. Angesichts der oben erwähnten weltweiten Ausrottung der Krankheit glauben wir jedoch, dass die Verkäufe vernachlässigbar sind. BN hat Rabipur und Encepur im Oktober 2019 von GSK übernommen. BN hat weltweite Rechte an den beiden Impfstoffen mit Ausnahme ausgewählter Länder in Asien, Afrika und Lateinamerika. Die Verkäufe der beiden Impfstoffe in den Gebieten, für die BN die Rechte erworben hat, beliefen sich im Jahr 2020 auf ungefähr €145 Mio., aufgeteilt zwischen Rabipur und Encepur (58/42). Der Tollwutimpfstoffmarkt ist ein Duopol mit Rabipur, dem Marktführer, und Sanofis Imovax, der Nummer zwei. Auf die USA und Deutschland entfielen rd. drei Viertel des Umsatzes von Rabipur im Jahr 2020 in den BN-Gebieten. Wir glauben, dass Rabipur in den von Valneva übernommenen Märkten im Jahr 2020 einen Umsatz von €5 bis €10 Mio. erzielte und dass Großbritannien den wichtigsten Beitrag geleistet hat. Wir erwarten für dieses Jahr einen ähnlichen Umsatz.

Sowohl FSME als auch Lyme-Borreliose werden hauptsächlich durch Zecken übertragen. Die Lyme-Borreliose wird jedoch durch ein Bakterium verursacht, während ein Virus eine durch Zecken übertragene Enzephalitis verursacht.



FSME wird in drei Untertypen unterteilt: Europäisches (westliches) FSME-Virus, Sibirisches FSME-Virus und fernöstliches FSME-Virus. Die wichtigsten Endemiegebiete des europäischen (westlichen) FSME-Virus sind Mitteleuropa, Deutschland, das Baltikum und die nordischen Länder. FSME ist in den USA nicht weit verbreitet. Encepur ist in den meisten wichtigen europäischen Gebieten die Nummer 2 hinter Pfizers FSME Immune, wobei Deutschland und Schweden die Schlüsselmärkte darstellen und rund 75% des Gesamtumsatzes des Impfstoffs ausmachen. Wir schätzen, dass der Encepur in den von Valneva übernommenen Märkten im Jahr 2020 einen Umsatz von €3 bis €5 Mio. erzielte, wobei Österreich den wichtigsten Beitrag leistete. Für dieses Jahr modellieren wir eine ähnliche Verkaufsspanne.

**Valnevas Guidance für 2021 enthält noch keine VLA2001-Prognose** Valnevas Prognose für 2021 sieht Einnahmen von €100 bis €115 Mio. und F & E-Investitionen von €65 bis €75 Mio. vor. Keine dieser Zahlen enthält jedoch die Auswirkungen des COVID-19-Impfstoffkandidaten VLA2001. Der genaue Wortlaut in der Pressemitteilung vom 6. April zu den Daten der Phase 1/2 von VLA2001 lautet: „Valneva geht nun davon aus, dass sich der Zeitplan für die Lieferung von 60-Millionen-Impfstoffdosen an die britische Regierung bis ins erste Quartal 2022 erstrecken wird.“ Auf dieser Grundlage erwarten wir für 2021 ein beträchtliches Liefervolumen von vorbehaltlich geschätzten 30 Mio. Dosen, was einem Umsatz von €235 Mio. entspricht (die Hälfte der €470 Mio., die in der Pressemitteilung vom September 2020 für 60 Millionen Dosen angegeben wurden). Änderungen unserer Prognosen, im Vergleich zu unserem letzten Bericht vom 5. Februar, die in Abbildung 2 umseitig dargestellt sind, spiegeln die Verschiebung der 30 Mio. Dosen von VLA2001 von 2021 auf 2022 wider. Wir haben unsere Umsatzprognosen für 2021 für Ixiaro und Dukoral erhöht, diese bleiben jedoch unter den jeweiligen Werten für 2020. Wir haben unsere Prognosen für 2022 für diese Produkte in der Erwartung angehoben, dass eine groß angelegte Impfung in ihren Hauptmärkten die Reisebereitschaft erhöhen wird.

Unsere Prognose für 2022 geht auch von der Lieferung von 60 Mio. VLA2001-Dosen an die EU aus. Unsere Umsatzprognose für Dritte steigt, da wir nun die Umsätze mit den BN-Produkten in unsere Zahlen einbezogen haben. Unsere Prognose für Einnahmen aus Zusammenarbeit, Lizenzen und Dienstleistungen besteht hauptsächlich aus Vorauszahlungen von Pfizer im Zusammenhang mit der Entwicklung des Impfstoffkandidaten für Lyme-Borreliose, VLA15. Im Jahr 2020 trugen diese €31,6 Mio. bei. Für 2021 und 2022 erwarten wir nun €27 Mio. bzw. €36 Mio. Wir haben unsere Zahl der sonstigen betrieblichen Erträge im Jahr 2021 mehr als verdoppelt, da wir weitere Erträge aus CEPI (Coalition for Epidemic Preparedness Innovations) erwarten. Im Jahr 2019 erklärte sich CEPI bereit, Valneva bis zu USD23,4 Mio. für die Herstellung und die spätere klinische Entwicklung seines Chikungunya-Impfstoffkandidaten VLA1553 zur Verfügung zu stellen. Im Jahr 2020 erhielt Valneva von CEPI Zuschusserträge in Höhe von €5,8 Mio. Wir behalten unser Kursziel von €13,50 bei, erhöhen jedoch das Rating auf Kaufen (zuvor: Hinzufügen), um das Aufwärtspotenzial von über 25% widerzuspiegeln.



Abbildung 2: Berichtete 2020-Ergebnisse; Änderungen an unseren Prognosen für 2021 und 2022

Alle Angaben in Tsd EUR	2020A	2021E			2022E		
		Alt	Neu	% Δ	Alt	Neu	% Δ
<b>Produktumsätze</b>	<b>65.939</b>	<b>524.000</b>	<b>299.960</b>	<b>-42,8%</b>	<b>850.200</b>	<b>1.115.100</b>	<b>31,2%</b>
wovon:							
Ixiaro	48.480	44.000	45.500	3,4%	52.000	67.000	28,8%
Dukoral	13.300	6.000	8.500	41,7%	10.000	17.000	70,0%
VLA2001	0	470.000	234.960	-50,0%	783.200	1.018.100	30,0%
Produktumsätze Dritter	4.158	4.000	11.000	175,0%	5.000	13.000	160,0%
<b>Produktumsätze abzüglich VLA2001</b>	<b>65.939</b>	<b>54.000</b>	<b>65.000</b>	<b>20,4%</b>	<b>67.000</b>	<b>97.000</b>	<b>44,8%</b>
Umsätze aus Kooperationen, Lizenzierung und Dienstleistungen	44.382	32.000	35.684	11,5%	32.000	43.580	36,2%
<b>Gesamtumsatz</b>	<b>110.321</b>	<b>556.000</b>	<b>335.644</b>	<b>-39,6%</b>	<b>882.200</b>	<b>1.158.680</b>	<b>31,3%</b>
<b>Gesamtumsatz abzüglich VLA2001</b>	<b>110.321</b>	<b>86.000</b>	<b>100.684</b>	<b>17,1%</b>	<b>99.000</b>	<b>140.580</b>	<b>42,0%</b>
Rohertrag	56.019	305.900	189.209	-38,1%	523.820	674.175	28,7%
Marge (%)	50,8%	55,0%	56,4%	-	59,4%	58,2%	-
Vertrieb & Marketing	-18.264	-22.000	-22.000	-	-30.000	-30.000	-
Allgemeine Verwaltungskosten	-27.539	-25.000	-25.000	-	-27.000	-27.000	-
Forschung und Entwicklungskosten	-84.454	-150.000	-150.000	-	-60.000	-60.000	-
Sonstige betriebliche Aufw./Erträge, Netto	19.117	3.000	12.000	300,0%	6.000	6.000	0,0%
<b>EBIT</b>	<b>-55.120</b>	<b>111.900</b>	<b>4.209</b>	<b>-96,2%</b>	<b>412.820</b>	<b>563.175</b>	<b>36,4%</b>
Marge (%)	-50,0%	20,1%	1,3%	-	46,8%	48,6%	-
Nettofinanzergebnis	-10.182	-3.480	-2.803	-	-3.000	-2.174	-
<b>Gewinn vor Steuern</b>	<b>-65.302</b>	<b>108.420</b>	<b>1.406</b>	<b>-98,7%</b>	<b>409.820</b>	<b>561.001</b>	<b>36,9%</b>
Steuern	909	0	0	-	-61.923	-59.509	-
<b>Nettogewinn</b>	<b>-64.393</b>	<b>108.420</b>	<b>1.406</b>	<b>-98,7%</b>	<b>347.897</b>	<b>501.492</b>	<b>44,1%</b>
<b>EPS (in EUR)</b>	<b>-0,71</b>	<b>1,15</b>	<b>0,02</b>	<b>-98,7%</b>	<b>3,54</b>	<b>5,47</b>	<b>54,4%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>-45.200</b>	<b>120.612</b>	<b>13.640</b>	<b>-88,7%</b>	<b>419.640</b>	<b>569.575</b>	<b>35,7%</b>

Quelle: First Berlin Equity Research Schätzungen

Abbildung 3: Bewertungsmodell

Impfstoff	Projekt <sup>1)</sup>	Barwert	Ziel Bevölk.	Impfstoff Preis	Markt Größe	Penetrations Rate	Umsatz 2030	PACME Marge <sup>2)</sup>	Eskomptierungs-satz	Markteinführungszeit
Ixiaro	Japanische Enzephalitis	€368,8M	21.112K	€198	€4.18M	1,8%	€122,9M	40%	10%	-
Dukoral	Cholera & ETEC	€98,0M	56.000K	€40	€2.240M	1,4%	€441M	30%	10%	-
VLA84	Clostridium Difficile	€28,9M	60.000K	€248	€14.876M	2,2%	€407,6M	12%	15%	7 Jahre
VLA15	Lyme-Borreliose	€357,9M	120.000K	€135	€16.145M	2,8%	€80,6M	19%	10%	4 Jahre
VLA 1553	Chikungunya-Virus	€258,2M	25.000K	€164	€4.091M	2,2%	€109,9M	42%	10%	2 Jahre
VLA 1601	Zika-Virus	€34,4M	145.000K	€145	€20.959M	1,4%	€3701M	7%	15%	7 Jahre
VLA 2001	SARS-CoV-2	€919,5M	514.000K	€ 8	n.a.	n.a.	n.a.	56%	10%	1 Jahr
EB66 Zelllinie	Technologie-Plattform	€11,9M					€19,7M	15%	10%	-
<b>PACME Barwert (BW)</b>		<b>€2.077,5M</b>			<b>€62.491M</b>		<b>€1.654,7M</b>			
Kosten BW <sup>3)</sup>		€991,7M								
<b>Nettobarwert</b>		<b>€1.085,8M</b>								
Meilensteine, Produkte Dritter, BW		€193,1M								
Netto liquide Mittel (pro-forma)		€80,1M								
Fairer Wert		€1.359,0M								
Anzahl der Aktien (voll verwässert)		100.665K								
<b>Kursziel</b>		<b>€13,50</b>								

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

Quelle: First Berlin Equity Research Schätzungen



## GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd EUR	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
Produktumsätze	92.619	103.476	129.511	65.938	299.960	1.115.100
Umsatz aus Kooperationen & Lizenzierung	12.672	9.559	-3.315	44.383	35.684	43.580
<b>Gesamtumsatz</b>	<b>105.291</b>	<b>113.035</b>	<b>126.196</b>	<b>110.321</b>	<b>335.644</b>	<b>1.158.680</b>
Herstellungskosten	-45.979	-44.448	-49.968	-54.302	-146.435	-484.505
<b>Rohertrag</b>	<b>59.312</b>	<b>68.587</b>	<b>76.228</b>	<b>56.019</b>	<b>189.209</b>	<b>674.175</b>
Vertrieb & Marketing	-17.875	-20.930	-24.145	-18.264	-22.000	-30.000
Allgemeine Verwaltungskosten	-15.545	-16.932	-18.398	-27.538	-25.000	-27.000
Forschungs- und Entwicklungskosten	-23.356	-25.291	-37.883	-84.454	-150.000	-60.000
Abschreibungen auf immat. Vermögensw.	-10.731	-3.177	-2.952	0	0	0
Sonstige betriebliche Aufwendungen/Erträge*	4.241	4.004	6.339	19.117	12.000	6.000
Außerordentliche Erträge aus einem Erwerb	0	0	0	0	0	0
<b>Betriebsergebnis (EBIT)</b>	<b>-3.954</b>	<b>6.261</b>	<b>-811</b>	<b>-55.120</b>	<b>4.209</b>	<b>563.175</b>
Nettofinanzergebnis	-8.606	-4.031	-1.633	-10.049	-4.803	-4.174
Assoziierte Unternehmen	0	1.122	1.574	-133	2.000	2.000
<b>Ergebnis vor Ertragsteuern</b>	<b>-12.560</b>	<b>3.351</b>	<b>-870</b>	<b>-65.302</b>	<b>1.406</b>	<b>561.001</b>
Ertragsteuern	1.078	-88	-1.430	909	0	-59.509
<b>Ergebnis nach Ertragsteuern</b>	<b>-11.482</b>	<b>3.264</b>	<b>-2.300</b>	<b>-64.393</b>	<b>1.406</b>	<b>501.492</b>
<b>Ergebnis je Aktie</b>	<b>-0,15</b>	<b>0,04</b>	<b>-0,02</b>	<b>-0,71</b>	<b>0,02</b>	<b>5,47</b>
<b>EBITDA**</b>	<b>10.708</b>	<b>13.089</b>	<b>7.800</b>	<b>-45.200</b>	<b>13.640</b>	<b>569.575</b>
<i>*Anmerkung 1: Sonstige betriebliche Aufwendungen/Erträge beinhaltet den früheren Umsatz-Posten Zuschüsse</i>						
<b>Margen in %</b>						
Bruttomarge	56,3%	60,7%	60,4%	50,8%	56,4%	58,2%
EBITDA-Marge	10,2%	11,6%	6,2%	-41,0%	4,1%	49,2%
EBIT-Marge	n.a.	n.a.	-0,6%	-50,0%	1,3%	48,6%
Nettomarge	n.a.	2,9%	n.a.	n.a.	0,4%	43,3%
<b>Ausgaben in % von Umsatz</b>						
Vertrieb & Marketing	-17,0%	-18,5%	-19,1%	-16,6%	-6,6%	-2,6%
Allgemeine Verwaltungskosten	-14,8%	-15,0%	-14,6%	-25,0%	-7,4%	-2,3%
Forschungs- und Entwicklungskosten	-22,2%	-22,4%	-30,0%	-76,6%	-44,7%	-5,2%
<b>Jährliches Wachstum</b>						
Produktumsätze	15,2%	11,7%	25,2%	-49,1%	354,9%	271,7%
Gesamtumsatz	11,9%	7,4%	11,6%	-12,6%	204,2%	245,2%
Betriebsergebnis (EBIT)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	13280%
Ergebnis nach Ertragsteuern	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	35560%



## BILANZ

Alle Angaben in Tsd EUR	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
<b>Vermögen</b>						
<b>Umlaufvermögen, gesamt</b>	<b>83.448</b>	<b>125.972</b>	<b>129.162</b>	<b>308.427</b>	<b>365.405</b>	<b>871.553</b>
Liquide Mittel	38.055	81.725	64.439	204.435	206.821	572.380
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	17.622	11.259	24.030	19.232	74.990	167.265
Vorräte	19.931	22.727	25.772	26.933	44.994	89.208
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	7.840	10.261	14.921	57.827	38.600	42.700
<b>Anlagevermögen, gesamt</b>	<b>105.895</b>	<b>103.935</b>	<b>135.562</b>	<b>140.737</b>	<b>133.096</b>	<b>156.131</b>
Sachanlagen	38.374	37.997	20.003	34.778	14.998	36.798
Nutzungsrechte an Leasingobjekten	0	0	49.334	43.374	50.000	52.000
Goodwill & immaterielle Vermögenswerte	48.468	44.891	41.813	35.409	34.401	33.331
Assoziierte Unternehmen	0	1.122	2.263	2.130	4.130	6.130
Sonstige Vermögenswerte	17.368	17.236	17.161	19.476	23.997	22.302
Latente Steueransprüche	1.686	2.689	4.988	5.570	5.570	5.570
<b>Aktiva</b>	<b>189.343</b>	<b>229.907</b>	<b>264.723</b>	<b>449.164</b>	<b>498.501</b>	<b>1.027.684</b>
<b>Eigenkapital und Verbindlichkeiten</b>						
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt</b>	<b>37.674</b>	<b>42.944</b>	<b>41.300</b>	<b>175.870</b>	<b>143.389</b>	<b>191.929</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten	17.399	16.664	1.999	6.988	0	0
Verbind. aus Lieferungen und Leistungen	9.527	13.325	16.567	36.212	59.992	89.208
Sonstige kurzfr. Verbind. und Rückstellungen	2.896	2.041	6.201	13.010	11.998	44.604
Leasingverbindlichkeiten	0	865	2.308	2.696	2.600	2.700
Steuer- und mitarbeiterbezogene Verbind.	7.531	8.643	10.624	13.164	11.998	16.727
Steuerverbindlichkeiten	322	1.406	2.459	0	1.800	6.691
Vertrags- u. Rückerstattungsverbindlichkeiten	0	0	1.142	103.800	55.000	32.000
<b>Langfristige Verbindlichkeiten, gesamt</b>	<b>59.000</b>	<b>43.777</b>	<b>88.270</b>	<b>195.872</b>	<b>185.375</b>	<b>164.526</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten	54.097	14.273	24.317	46.375	46.375	46.375
Leasingverbindlichkeiten	0	25.797	56.592	49.392	56.000	57.000
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	4.903	3.707	7.361	2.900	3.000	11.151
Vertrags- u. Rückerstattungsverbindlichkeiten	0	0	0	97.205	80.000	50.000
<b>Eigenkapital</b>	<b>92.669</b>	<b>143.186</b>	<b>135.153</b>	<b>77.422</b>	<b>169.737</b>	<b>671.229</b>
<b>Passiva</b>	<b>189.343</b>	<b>229.907</b>	<b>264.723</b>	<b>449.164</b>	<b>498.501</b>	<b>1.027.684</b>
<b>Kennzahlen</b>						
Current ratio (x)	2,22	2,93	3,13	1,75	2,55	4,54
Quick ratio (x)	1,69	2,40	2,50	1,60	2,23	4,08
Nettoverschuldungsgrad	36,1%	-35,5%	-28,2%	-195,1%	-94,5%	-78,4%
Buchwert je Aktie (€)	1,20	1,77	1,49	0,85	1,87	7,38
Eigenkapitalquote	48,9%	62,3%	51,1%	17,2%	34,0%	65,3%



## CASHFLOWRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd EUR	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
<b>Ergebnis nach Ertragsteuern</b>	<b>-11.482</b>	<b>3.264</b>	<b>-1.744</b>	<b>-64.393</b>	<b>1.406</b>	<b>501.492</b>
Bereinigung von zahlungsunwirksamen Transaktionen	14.442	8.802	12.704	37.941	9.431	6.401
Änderungen der langfristigen Betriebsvermögenswerte/Verbind.	0	0	3.597	88.472	-66.005	-53.000
Investitionen ins Working Capital	4.199	3.955	-6.682	77.740	-35.725	-60.202
Sonstige	6.330	1.559	0	0	-2.000	-2.000
Income tax	-660	-1.273	-2.346	-2.021	0	0
<b>Operativer Cashflow</b>	<b>12.829</b>	<b>16.306</b>	<b>5.529</b>	<b>137.738</b>	<b>-92.892</b>	<b>392.690</b>
Investitionen in Sachanlagen	-2.890	-2.874	-10.502	-18.936	13.857	-24.631
Investitionen in immaterielle Vermögenswerte	-1.148	-297	-382	-535	-2.500	-2.500
<b>Freier Cashflow</b>	<b>8.744</b>	<b>12.553</b>	<b>-5.355</b>	<b>118.267</b>	<b>-81.536</b>	<b>365.560</b>
Akquisitionen & Veräußerungen, netto	-94	76	0	24	0	0
Zinserträge	72	178	199	107	0	0
<b>Cashflow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-4.060</b>	<b>-2.917</b>	<b>-10.685</b>	<b>-19.340</b>	<b>11.357</b>	<b>-27.131</b>
FK-Finanzierung, netto	-5.311	-14.153	97	28.271	-6.988	0
EK-Finanzierung, netto	-147	49.263	-2.463	290	90.909	0
Tilgung der Leasingverbindlichkeiten	0	0	-2.709	-2.111	0	0
Zinsaufwand	-4.980	-4.165	-2.621	107	0	0
<b>Cashflow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>-10.438</b>	<b>30.945</b>	<b>-7.696</b>	<b>26.557</b>	<b>83.921</b>	<b>0</b>
Wechselkurseffekte & sonstige	-2.456	-5.305	207	-4.959	0	0
<b>Veränderung der liquiden Mittel</b>	<b>-4.125</b>	<b>39.029</b>	<b>-12.645</b>	<b>139.996</b>	<b>2.386</b>	<b>365.560</b>
Cash und Äquiv. am Anfang der Periode	42.180	38.055	77.084	64.439	204.435	206.821
<b>Cash und Äquiv. am Ende der Periode</b>	<b>38.055</b>	<b>77.084</b>	<b>64.439</b>	<b>204.435</b>	<b>206.821</b>	<b>572.380</b>
<b>EBITDA je Aktie</b>	<b>0,14</b>	<b>0,16</b>	<b>0,09</b>	<b>-0,50</b>	<b>0,17</b>	<b>6,28</b>
<b>Jährliches Wachstum</b>						
Operativer Cashflow	97,2%	27,1%	-66,1%	2391,2%	n.a.	n.a.
Freier Cashflow	209,6%	43,6%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EBITDA je Aktie	267,2%	17,1%	-47,0%	n.a.	n.a.	3553,0%



## 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](mailto:info@firstberlin.com)

Amtsgericht Berlin Charlottenburg HR B 103329 B

UST-Id.: 251601797

Ggf. Inhaltlich Verantwortlicher gem. § 6 MDSStV

First Berlin Equity Research GmbH

**Ersteller: 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 8. April 2021 um 13:27 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 Valneva SE 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 Valneva SE 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.

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.

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 <sup>1</sup>	erwartete positive Kursentwicklung von:	> 50%	> 30%
Buy	erwartete positive Kursentwicklung von:	> 25%	> 15%
Add	erwartete positive Kursentwicklung zwischen:	0% to 25%	0% to 15%
Reduce	erwartete negative Kursentwicklung zwischen	0% to -15%	0% to -10%
Sell	erwartete negative Kursentwicklung von:	< -15%	< -10%

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

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

**RISIKOBEWERTUNG**

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

### ANLAGEEMPFEHLUNG- & KURSZIELHISTORIE

Bericht Nr.:	Tag der Veröffentlichung	Schlusskurs Vortag	Anlageempfehlung	Kursziel/Bewertung
Initial Report	26. April 2017	€ 2,52	Buy	€ 4,00
2...22	↓	↓	↓	↓
23	28. Juli 2020	€ 4,96	Buy	€ 7,40
24	11. August 2020	€ 5,85	Buy	€ 7,40
25	10. September 2020	€ 5,11	Buy	€ 7,40
26	25. September 2020	€ 6,53	Buy	€ 8,60
27	22. Oktober 2020	€ 6,34	Buy	€ 9,10
28	13. November 2020	€ 5,46	Buy	€ 8,40
29	14. Januar 2020	€ 9,95	Add	€ 11,00
30	5. Februar 2020	€ 13,26	Add	€ 13,50
31	Heute	€ 10,50	Buy	€ 13,50

### 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.**