

Valneva SE

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

Update

BEWERTUNG

KURSZIEL

Aufwärtspotenzial
 Risikobewertung

BUY

€ 8,60

118,1%
 High

GUIDANCE-ERHÖHUNGEN, BESSERE VISIBILITÄT UND LIQUIDITÄT

Die endgültigen Ergebnisse für 2023 enthielten Erhöhungen der Guidance und eine verbesserte mittelfristige Visibilität in mehreren Schlüsselbereichen. Darüber hinaus hat Valneva eine 18-monatige Verlängerung der zinsfreien Periode für Schulden in Höhe von USD100 Mio. bekannt gegeben. Dies bedeutet, dass Valneva weder 2024 noch 2025 Schulden zurückzahlen muss, und deutet darauf hin, dass das Unternehmen in der Lage sein wird, nach der für 2027 erwarteten Markteinführung seines Borreliose-Impfstoffs einen durchgängig positiven freien Cashflow zu erzielen, ohne die Aktionäre weiter zu verwässern. Wir stufen die Aktie weiterhin mit Kaufen bei einem unveränderten Kursziel von €8,60 ein.

Guidance-Erhöhungen Das EBIT 2023 betrug €-82 Mio. (2022: €113 Mio.; FBe €-84 Mio., Konsens: €-96 Mio.). Aufgrund von nachlassenden Lieferengpässen hat Valneva die Prognose für den Produktumsatz auf €160 Mio. bis €180 Mio angehoben (zuvor: €150 Mio. bis €180 Mio) Basierend auf der besseren Sichtbarkeit von Ixchiq und Zika-bezogenen Ausgaben liegt die Prognose für die F&E-Ausgaben im Jahr 2024 nun bei €60 Mio. bis €75 Mio. (vorher: €65 Mio. bis €90 Mio.).

Erste mittelfristige Prognose für den Produktumsatz/Ixchiq Valneva erwartet, dass sich der Produktumsatz bis 2026 etwa verdoppeln wird. Dies liegt nahe an unserer bisherigen Prognose (2023: €145 Mio.; 2026: €290 Mio.), aber die Bestätigung, dass das Management eine ähnliche Einschätzung hat, ist positiv. Bei den Produktverkäufen geht das Management von €100 Mio. Umsatz mit dem Chikungunya-Impfstoff Ixchiq im dritten Jahr (2026) nach der Markteinführung aus, weist aber darauf hin, dass sich durch die staatliche Bevorratung zusätzliche Umsätze ergeben könnten. Wir belassen unsere Ixchiq-Prognose für 2026 unverändert bei €137 Mio.

(b.w.)

FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
Umsatz (€ Mio.)	361,30	153,71	185,72	214,00	300,71	496,33
Jährliches Wachstum	3,8%	-57,5%	20,8%	15,2%	40,5%	65,1%
EBIT (€ Mio.)	-113,44	-82,09	26,52	-42,45	-0,69	162,39
EBIT-Marge	na	na	14,3%	na	na	32,7%
Jahresübers. (€ Mio.)	-143,28	-101,43	8,93	-60,05	-15,40	135,66
EPS (verwässert) (€)	-1,24	-0,73	0,06	-0,43	-0,11	0,98
DPS (€)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF (€ Mio.)	-274,67	-217,06	-3,77	-56,79	-12,98	130,87
Nettoverschuldungsgrad	-62,4%	64,5%	65,0%	186,9%	275,7%	35,3%
Liquide Mittel (€ Mio.)	289,43	126,08	122,31	65,52	21,35	117,03

RISIKEN

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

UNTERNEHMENSPROFIL

Valneva ist ein Spezialimpfstoffunternehmen, das Impfstoffe gegen Infektionskrankheiten entwickelt und vermarktet, für die es einen erheblichen ungedeckten medizinischen Bedarf gibt. Valneva hat bereits zwei Impfstoffe erfolgreich vermarktet und mehrere Impfstoffkandidaten erfolgreich in und durch die Klinik begleitet, darunter Kandidaten gegen Borreliose, das Chikungunya-Virus und COVID-19. Valneva hat ihren Sitz in Frankreich und beschäftigte Ende Dezember 2023 676 Mitarbeiter.

HANDELSDATEN

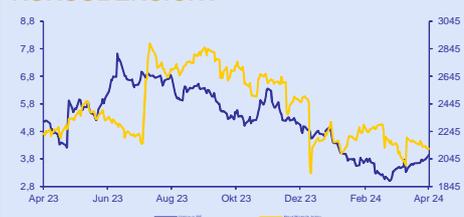
Stand: 11. Apr 2024

Schlusskurs	€ 3,94
Aktien im Umlauf	138,91 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 547,87 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 3,00 / 7,62
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	390.274

Multiples

	2023	2024E	2025E
KGV	n.a.	61,4	n.a.
EV/Sales	4,1	3,4	2,9
EV/EBIT	n.a.	23,8	n.a.
Div.-Rendite	0,0%	0,0%	0,0%

KURSÜBERSICHT



UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 31. Dez 2023

Liquide Mittel	€ 126,08 Mio.
Kurzfristige Vermögenswerte	€ 262,82 Mio.
Immaterielle Vermögenswerte	€ 25,57 Mio.
Bilanzsumme	€ 460,05 Mio.
Kurzfristige Verbindlichkeiten	€ 158,86 Mio.
Eigenkapital	€ 128,25 Mio.

AKTIONÄRSSTRUKTUR

CDC	9,2%
Groupe Grimaud La Corbière	7,7%
Pfizer Inc.	6,9%
Deep Track Capital	5,4%
Free Float and other	70,9%

Bruttomarge wird voraussichtlich steigen Valneva hat angekündigt, dass das margenschwächere Drittgeschäft aufgrund des erwarteten Endes der Zusammenarbeit mit Bavarian Nordic bis 2026/27 auf unter 5% des Produktumsatzes fallen wird. Zusammen mit den Margenverbesserungen durch den kosteneffizienteren Herstellungsprozess von Ixchiq und der operativen Hebelwirkung der neuen Produktionsanlagen in Schottland und Schweden erwarten wir, dass die Bruttomarge der Produktverkäufe mindestens wieder auf das Niveau von vor der COVID-Kooperation zurückkehren wird. Die Bruttomargen für 2019 und 2023 lagen bei 65,3 % bzw. 46,0 %.

Abbildung 1: Historische und prognostizierte Produktumsätze

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
Produktumsätze	103.5	129.5	65.9	63	114.8	144.6	175.7	203.7	290.1	322.7
Änderung (%)	11.8%	25.1%	-49.1%	-4.4%	82.2%	26.0%	21.5%	15.9%	42.4%	11.2%
Produktbruttogewinn	63.9	84.6	24.1	23.0	52.2	66.5	87.8	114.8	174.2	210.1
Produktbruttomarge	61.7%	65.3%	36.6%	36.5%	45.5%	46.0%	49.9%	56.3%	60.0%	65.1%
Umsatz/Bruttogewinn nach Segment:										
Ixiaro										
Umsatz	69.6	94.1	48.5	45.1	41.3	73.5	91.2	96.4	101.9	106.3
Änderung (%)	16.0%	35.2%	-48.5%	-7.0%	-8.3%	77.7%	24.1%	5.7%	5.7%	4.3%
wovon:										
US-Streitkräfte	29.2	48.0	34.7	38.0	12.5	15.7	29.1	30.5	32.1	33.7
Änderung (%)	5.9%	64.2%	-27.7%	9.5%	-67.0%	25.2%	85.1%	5.0%	5.0%	5.0%
Nicht-US-Streitkräfte	40.4	46.1	13.8	7.1	28.8	57.8	62.1	65.8	69.8	72.6
Änderung (%)	24.6%	14.2%	-70.1%	-48.6%	305.6%	100.6%	23.0%	10.0%	10.0%	10.0%
Bruttogewinn	46.1	65.9	23.7	22.6	25.7	38.4	52.0	59.8	66.2	69.1
Bruttomarge	66.2%	70.0%	48.9%	50.0%	62.2%	52.3%	57.0%	62.0%	65.0%	65.0%
Dukoral										
Umsatz	30.4	31.5	13.3	2.4	17.3	29.8	33.0	34.7	35.7	36.8
Änderung (%)	6.7%	3.6%	-57.8%	-81.7%	610.4%	71.8%	10.8%	5.0%	3.0%	3.0%
Bruttogewinn	16.7	17.5	-1.0	-5.2	3.2	12.6	16.5	19.1	20.3	21.0
Bruttomarge	54.8%	55.6%	-7.3%	-211.5%	18.2%	42.4%	50.0%	55.0%	57.0%	57.0%
Ixchiq										
Umsatz	-	-	-	-	-	-	24.8	52.6	136.9	163.5
Änderung (%)	-	-	-	-	-	-	n.a.	112%	160%	19%
Bruttogewinn	-	-	-	-	-	-10.4	9.9	28.9	82.1	114.5
Bruttomarge	-	-	-	-	-	n.a.	40.0%	55.0%	60.0%	70.0%
VLA 2001 (COVID-19)										
Umsatz	-	-	-	-	29.6	5.7	-	-	-	-
Änderung (%)	-	-	-	-	n.a.	-80.7%	-	-	-	-
Bruttogewinn	-	-	-	-	-237.5	0.4	-	-	-	-
Bruttomarge	-	-	-	-	n.a.	7.0%	-	-	-	-
Produktumsätze Dritter	3.5	3.9	4.2	15.4	26.5	35.7	26.8	20.1	15.7	16.1
Änderung (%)	-10.3%	11.4%	7.7%	266.7%	72.4%	34.4%	-25%	-25%	-22%	3%
Bruttogewinn Dritter	1.1	1.1	1.4	5.5	9.8	12.9	9.4	7.0	5.5	5.6
Bruttomarge Dritter	31.4%	28.2%	33.3%	35.7%	37.1%	36.1%	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%
Produktumsätze Dritter als % der Produktumsätze	3.4%	3.0%	6.4%	24.4%	23.1%	24.7%	15.2%	9.9%	5.4%	5.0%

Quelle: First Berlin Equity Research Schätzungen

Alle geografischen Märkte werden 2024 voraussichtlich das Vor-COVID-Volumen erreichen oder übertreffen Wie Valneva im Februar berichtete, stiegen die Umsätze des Impfstoffs gegen Japanische Enzephalitis, Ixiaro, im Jahr 2023 um 78% auf €73,5 Mio. (2022: €41,3 Mio.) und die Umsätze von Dukoral um 72% auf €29,8 Mio. (2022: €17,3 Mio.). Der Anstieg ist auf die Erholung der Reisemärkte und Preiserhöhungen zurückzuführen. Während der Telefonkonferenz nach den Ergebnissen stellte das Management fest, dass bei Ixiaro und Dukoral nicht alle geografischen Märkte im Jahr 2023 das Volumenniveau von vor der Pandemie erreichten. Die Geschäftsleitung wies ferner darauf hin, dass die USA ein wichtiges Beispiel für einen Markt sind, der noch nicht das Volumen von vor der Pandemie erreicht hat, dass aber erwartet wird, dass alle Märkte im Jahr 2024 das Volumen von vor der Pandemie entweder erreichen oder übertreffen werden.



Die Verbraucherpreisindizes in den USA und der EU sind zwischen Januar 2019 und Dezember 2023 um ca. 17 % bzw. 20 % gestiegen. Unter der Annahme, dass Valneva Preiserhöhungen im Einklang mit der Inflation vorgenommen hat (wir gehen von 17 % aus), würde dies für 2024 einen Umsatz mit Ixiaro und Dukoral bei konstanten Wechselkursen von €110 Mio. bzw. €37 Mio. bedeuten. Bei den aktuellen Wechselkursen dürfte der Umsatz jedoch aufgrund der 9-prozentigen Abwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar seit 2019 niedriger ausfallen als dieser Wert. Alle Umsätze des US-Verteidigungsministeriums (DoD) mit Ixiaro lauten auf die US-Währung, ebenso wie, so glauben wir, etwa ein Drittel der nicht-DoD-Umsätze.

Niedrigmarginige Produktumsätze Dritter gehen zurück, wodurch sich die Gesamtmarge der Gruppe erhöht Das Management wies bei der Vorstellung der vorläufigen Ergebnisse im Februar darauf hin, dass die Verkäufe an Dritte in diesem Jahr aufgrund von Lieferengpässen geringer ausfallen werden. Anlässlich der endgültigen Ergebnisse erklärte das Management, dass der Umsatz mit Dritten bis 2026/27 auf 5 % des Produktumsatzes zurückgehen wird, da die Zusammenarbeit mit Bavarian Nordic voraussichtlich beendet wird.

Das bedeutet, dass der Beitrag der Drittverkäufe wieder das Niveau von vor der Pandemie erreichen wird, das ebenfalls bei ca. 5 % lag. Das Geschäft mit Drittanbietern wurde während der Pandemie ausgebaut, um die rückläufigen Umsätze mit Ixiaro und Dukoral zu kompensieren. Die Verkäufe von Ixiaro und Dukoral erholen sich jetzt stark, und die Bruttomargen dieser Produkte sind höher als die der Produkte von Drittanbietern (im Jahr 2023 52,3 % bzw. 42,4 % gegenüber 36,1 %). Die klare Aussage, dass die Verkäufe von Fremdprodukten auf das Niveau vor der Pandemie zurückkehren werden, verringert die Unsicherheit hinsichtlich der Entwicklung der Konzernproduktbruttomarge. Das Management erklärte im Abschlussbericht 2023, dass es davon ausgeht, dass die Produktmarge in den nächsten zwei bis drei Jahren wieder das Niveau von vor der Pandemie oder besser erreichen wird. Wie Abbildung 1 zeigt, würde dies eine Produktbruttomarge von 60-65% bedeuten, verglichen mit 46,0% im Jahr 2023. Die Margenverbesserung über das Niveau vor der Pandemie hinaus dürfte sich aus dem kosteneffizienten Herstellungsprozess von Ixchiq und Skaleneffekten durch die Nutzung der neuen und effizienteren Produktionsanlagen des Unternehmens in Schottland und Schweden ergeben.

Hockeyschlägerartiger Umsatzsprung bei Ixchiq im Jahr 2026 wahrscheinlich Trotz des Rückgangs bei den Produktumsätzen Dritter rechnet das Management mit einer Verdoppelung des Gesamtproduktumsatzes bis Ende 2026. Für Ixiaro strebt das Management ein "zweistelliges jährliches Wachstum für mindestens die nächsten drei Jahre" und für Ixchiq einen Umsatz von über €100 Mio. im dritten Jahr (2026) nach der Markteinführung (2024) an. Die mittelfristigen Prognosen für Ixchiq sind besonders erfreulich, da die Unternehmensleitung zum Zeitpunkt der vorläufigen Ergebnisse im Februar signalisierte, dass der Umsatz für das Produkt im Jahr 2024 unter €50 Mio. liegen würde, aber keine Prognosen für die Folgejahre gab. Die Verkäufe von Reiseimpfstoffen folgen in den Jahren nach der Markteinführung typischerweise einer "Hockeyschläger"-Entwicklung, wobei das dritte Jahr nach einem langsamen Start in den Jahren eins und zwei ein schnelles Wachstum verzeichnet.

Valneva hat eine Phase-1-Studie für seinen Zika-Impfstoffkandidaten der zweiten Generation, VLA1601, begonnen Am 26. März gab Valneva den Beginn einer klinischen Phase-1-Studie zur Untersuchung der Sicherheit und Immunogenität von VLA1601, seinem adjuvantierten inaktivierten Impfstoffkandidaten der zweiten Generation gegen das Zika-Virus, bekannt. Dies ist das zweite Mal, dass Valneva an der Entwicklung von VLA1601 arbeitet.



Das Unternehmen meldete im November 2018 positive Zwischenergebnisse einer Phase-1-Studie zur Bewertung der ersten Generation von VLA1601. VLA1601 der ersten Generation erfüllte den primären Endpunkt der Studie und zeigte ein günstiges Sicherheitsprofil in allen getesteten Dosen und Zeitplänen. Außerdem war es in allen Behandlungsgruppen immunogen und induzierte sowohl dosis- als auch zeitplanabhängig neutralisierende Antikörper gegen das Zika-Virus. Die Serokonversionsrate (Entwicklung von Antikörpern im Blutserum als Folge einer Infektion oder Impfung) erreichte am Tag 35 bis zu 85,7 % (Zwischenanalyse der Daten bis Tag 56). Die Inzidenz von Zika ist nach ihrem Höhepunkt im Jahr 2016 aufgrund der hohen Immunität der Bevölkerung in den betroffenen Ländern deutlich zurückgegangen. Ende 2019 beschloss Valneva, die Entwicklung von Zika zu pausieren, und in den Jahren 2020 bis 2022 stellte das COVID-19-Impfstoffprogramm von Valneva, VLA2001, ein dringenderer Bedarf an F&E-Ressourcen dar. In den Jahren 2021 und 2022 entfielen jeweils etwa zwei Drittel der gesamten F&E-Ausgaben auf VLA2001.

Zweite Iteration von VLA1601 basiert auf optimierter Ixiaro-Plattform Die zweite Generation von VLA1601 wird auf der ursprünglichen Herstellungsplattform von Ixiaro entwickelt, die für die Entwicklung von VLA2001 weiter optimiert wurde. Die Entscheidung, die klinische Entwicklung von VLA1601 wieder aufzunehmen, beruht auf dem Fortbestehen der Zika-Übertragung in mehreren Ländern Amerikas und anderen endemischen Regionen. Nach Angaben der Weltgesundheitsorganisation (WHO) haben bisher insgesamt 89 Länder und Gebiete Hinweise auf eine durch Moskitos übertragene Zika-Virus-Infektion gemeldet, aber es gibt noch keinen Impfstoff zur Vorbeugung einer Zika-Virus-Infektion. Wichtig ist, dass VLA1601 dem Zielproduktprofil der WHO entspricht, da es auf einer inaktivierten Vollvirus-Plattform basiert. Die WHO hat bestimmte andere Technologien für einen Impfstoff ausgeschlossen, der auf die Impfung von Frauen im gebärfähigen Alter und/oder schwangeren Frauen in einer Ausbruchssituation abzielt.

Das Zika-Virus ist eine Ursache für Mikrozephalie und das Guillain-Barré-Syndrom Die Zika-Virus-Krankheit ist die erste und einzige flavivirale Krankheit (zur Gattung gehören das West-Nil-Virus, das Dengue-Virus, das durch Zecken übertragene Enzephalitis-Virus, das Gelbfieber-Virus, das Zika-Virus und mehrere andere Viren, die eine Enzephalitis verursachen können), die wegen der verheerenden Geburtsfehler nach einer Infektion der Mutter zu einem Notfall für die öffentliche Gesundheit erklärt wurde. Nach Angaben der WHO besteht wissenschaftlicher Konsens darüber, dass das Zika-Virus eine Ursache für Mikrozephalie und das Guillain-Barré-Syndrom ist.

Entwicklung des Zika-Impfstoffkandidaten über Phase 1 hinaus noch ungewiss Valneva hat darauf hingewiesen, dass die Entwicklung von VLA1601 über die neue Phase-1-Studie hinaus von drei Faktoren abhängt. Dabei handelt es sich um (1) die Frage, ob Valneva in der Lage sein wird, VLA1601 zu einem klassenbesten Impfstoff zu machen; (2) das Potenzial des Impfstoffs auf dem Reisemarkt; und (3) die Frage, ob die Möglichkeit besteht, eine Partnerschaft einzugehen, die die Rentabilität nach dem Vorbild der CEPI-Partnerschaft (Coalition for Endemic Preparedness) für den Chikungunya-Impfstoffkandidaten VLA1553 verbessern könnte.

Wir erwarten einen starken Rückgang des Nettomittelabflusses in diesem Jahr Valneva verfügte Ende 2023 über liquide Mittel in Höhe von €126,1 Millionen Euro (2022: €289,4 Mio.). Die größten Komponenten des Mittelabflusses von €163,4 Mio. waren der Nettoverlust von €56,5 Mio. (bereinigt um nicht zahlungswirksame Transaktionen) und eine Zahlung von über €100 Mio. (in der Kapitalflussrechnung unter Veränderungen des Betriebskapitals verbucht) im Zusammenhang mit dem Beitrag von Valneva zur Finanzierung der Lyme-Phase-3-Studie, die von Pfizer durchgeführt wird. Diese beiden Mittelabflüsse wurden teilweise durch Erlöse aus der Aufnahme neuer Schulden in Höhe von €81,1 Mio. gedeckt.



Wir gehen davon aus, dass der Nettomittelabfluss von Valneva in diesem Jahr deutlich auf €3,8 Mio. zurückgehen wird, da sich die zugrunde liegende Rentabilität verbessern wird, der Erlös aus dem im Februar erhaltenen Priority Review Voucher (PRV) für Ixchiq in Höhe von €95 Mio. erzielt wurde und auch der an Pfizer gezahlte Beitrag für die Lyme-Phase-3-Studie zurückgehen wird.

Ende 2022 wies die Bilanz von Valneva eine kurzfristige Erstattungsverbindlichkeit in Höhe von €133,5 Mio. im Zusammenhang mit der Verpflichtung des Unternehmens aus, sich an den Kosten der Lyme-Phase-3-Studie zu beteiligen. Die Verzögerung der Studie aufgrund von Verstößen gegen die gute klinische Praxis (GCP) durch einen Unterauftragnehmer veranlasste Pfizer im vergangenen Jahr, die Rechnungsstellung an Valneva vorübergehend auszusetzen. Nachdem die GCP-Probleme gelöst waren, wurde die Rechnungsstellung wieder aufgenommen. Ende 2023 belief sich die kurzfristige Rückzahlungsverpflichtung gegenüber Pfizer auf €33,1 Mio.

Keine Rückzahlung von Krediten in den Jahren 2024 und 2025 Im August letzten Jahres gab Valneva eine Vereinbarung zur Verdoppelung des Umfangs seiner Fremdfinanzierungsvereinbarung mit Deerfield Management Company und OrbiMed von USD100 Mio. auf USD200 Mio. bekannt. Die zusätzliche Fazilität hat eine dreijährige rückzahlungsfreie Periode und wird im dritten Quartal 2028 fällig. Der Kreditzinssatz bleibt unverändert bei 9,95%. Im März dieses Jahres gab Valneva bekannt, dass eine Vereinbarung getroffen wurde, wonach die Rückzahlung der ersten Tranche von USD100 Mio. im Januar 2026 statt im Juli 2024 beginnen wird. Die erste Tranche wird weiterhin im ersten Quartal 2027 fällig, und der Zinssatz bleibt unverändert bei 9,95 %. Dies bedeutet, dass Valneva weder im Jahr 2024 noch im Jahr 2025 Tilgungszahlungen leisten wird.

Abbildung 2 auf der nächsten Seite zeigt die Änderungen unserer Prognosen. Die Anhebung unserer Ixiaro-Prognose für 2024 um €10,2 Mio. wird durch eine entsprechende Erhöhung unserer Schätzung für die Verwaltungskosten wieder aufgehoben. Die Senkung unserer Produktumsatzprognose für 2025 um 13,4% spiegelt eine konservativere kurzfristige Prognose für Ixchiq wider, wie oben beschrieben. Wir haben unsere Verwaltungskosten-Prognosen für 2024 und 2025 angehoben. Wir beginnen auch mit umfassenden Prognosen für 2026 und 2027.

Meilensteine für die frühe Kommerzialisierung von Lyme-Borreliose werden sich wahrscheinlich auf das Jahr 2027 konzentrieren Die Kooperations- und Lizenzvereinbarung mit Pfizer für die Entwicklung des Lyme-Borreliose-Impfstoffkandidaten VLA15 sieht Meilensteinzahlungen an Valneva in Höhe von USD408 Mio. vor, von denen USD165 Mio. bereits eingegangen sind. Von den restlichen USD243 Mio. sind USD143 Mio. Meilensteine für die frühe Kommerzialisierung und USD100 Mio. kumulative Umsatzmeilensteine. Wir gehen davon aus, dass die Phase-3-Studie mit VLA15 erfolgreich verlaufen wird und dass der Impfstoff zugelassen und erfolgreich vermarktet wird. Basierend auf dieser Erwartung gehen wir davon aus, dass Valneva im Jahr 2027 USD143 Mio. an Meilensteinen für die frühe Kommerzialisierung von VLA15 erhalten wird.



Abbildung 2: Änderungen an unseren Schätzungen

Alle Angaben in Tsd EUR	2024E			2025E			2026E	2027E
	Old	New	% Δ	Old	New	% Δ	New	New
Produktumsätze	165.260	175.725	6,3%	235.255	203.696	-13,4%	290.104	355.406
w ovon:								
ixiaro	80.955	91.200	12,7%	85.349	96.381	12,9%	101.858	106.253
Dukoral	32.780	33.000	0,7%	34.419	34.650	0,7%	35.690	36.760
ixchiq	24.750	24.750	0,0%	87.641	52.585	-40,0%	136.893	163.533
Lyme-Royalties/Meilensteine	0	0	-	0	0	-	0	32.727
Produktumsätze Dritter	26.775	26.775	0,0%	27.846	20.081	-27,9%	15.663	16.133
Sonstige Umsätze	9.000	10.000	11,1%	9.270	10.300	11,1%	10.609	140.927
Gesamtumsatz	174.260	185.725	6,6%	244.525	213.996	-12,5%	300.713	496.334
Rohertrag	83.138	88.025	5,9%	131.214	115.042	-12,3%	174.455	353.160
Marge (%)	47,7%	47,4%	-	53,7%	53,8%	-	58,0%	71,2%
Vertrieb & Marketing	-39.575	-54.000	-	-51.756	-57.035	-	-72.526	-88.852
Allgemeine Verwaltungskosten	-40.000	-50.000	-	-42.000	-52.961	-	-55.120	-60.419
Forschung und Entwicklungskosten	-80.000	-67.500	-	-80.000	-67.500	-	-67.500	-47.500
Sonstige betriebliche Aufw./Erträge, Netto	100.000	110.000	10,0%	6.000	20.000	233,3%	20.000	6.000
EBIT	23.564	26.525	12,6%	-36.542	-42.455	n.a.	-691	162.389
Marge (%)	13,5%	14,3%	-	-14,9%	-19,8%	-	-0,2%	32,7%
Nettofinanzergebnis	-14.566	-17.596	-	-11.539	-17.596	-	-14.714	-11.660
Gewinn vor Steuern	8.998	8.929	-0,8%	-48.082	-60.051	n.a.	-15.404	150.729
Steuern	-900	0	-	0	0	-	0	-15.073
Nettogewinn	8.098	8.929	10,3%	-48.082	-60.051	n.a.	-15.404	135.656
EPS (in EUR)	0,06	0,06	0,0%	-0,35	-0,43	n.a.	-0,11	0,98
Bereinigtes EBITDA	42.346	45.478	7,4%	-17.276	-23.030	n.a.	19.221	182.801

Quelle: First Berlin Equity Research Schätzungen

Wir behalten unsere Kaufempfehlung bei einem unveränderten Kursziel von €8,60 bei

In Übereinstimmung mit der neuen mittelfristigen Prognose des Unternehmens spiegeln die Änderungen an unserem Bewertungsmodell höhere Margen für Valnevas Reiseimpfstoffe wider als wir zuvor angenommen hatten. Dies wird jedoch durch eine niedrigere als von uns prognostizierte Proforma-Netto-Cash-Position aufgehoben, die zum Teil auf einen höheren Abfluss von Betriebskapital im vierten Quartal zurückzuführen ist, als wir erwartet hatten. Dieser belief sich im letzten Quartal auf €52 Mio., verglichen mit €93 Mio. in den ersten neun Monaten. Unsere Gesamtbewertung ist unverändert, und wir behalten unsere Kaufempfehlung und unser Kursziel von €8,60 bei.

Abbildung 3: Bewertungsmodell

Impfstoff	Projekt ¹⁾	Barwert	Markt Größe	Marktanteil 2030	Umsatz 2030	PACME Marge ²⁾	Eskomptierungs-satz	Marktein-führungs-Zeit
Ixiaro	Japanische Enzephalitis	€524,3M	€138,0M	90,0%	€121,2M	40%	9%	-
Dukoral	Cholera & ETEC	€133,1M	€163,9M	25,0%	€41,0M	30%	9%	-
VLA15	Lyme-Borreliose	€792,3M	€909,1M	70,0%	€636,4M	18%	10%	3 Jahre
VLA 1553	Chikungunya-Virus	€803,2M	€463,0M	58,9%	€272,7M	42%	9%	-
EB66 Zelllinie	Technologie-Plattform	€11,9M			€19,7M	15%	9%	-
PACME Barwert (BW)		€2.264,7M						
Kosten BW ³⁾		€1.263,5M						
Nettobarwert		€1.001,2M						
Meilensteine, Produkte Dritter, BW		€182,1M						
Netto liquide Mittel (pro-forma)		€12,2M						
Fairer Wert		€1.195,5M						
Anzahl der Aktien (voll verwässert)		138.912K						
Kursziel		€8,60						

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

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&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 4: Änderungen an unserem Bewertungsmodell

	Alt	Neu	Delta
PACME Barwert (BW)	€1.992,5M	€2.264,7M	13,7%
Kosten BW	€1.031,6M	€1.263,5M	22,5%
NPV	€960,9M	€1.001,2M	4,2%
Meilensteine, Produkte Dritter, BW	€161,5M	€181,8M	12,6%
Netto liquide Mittel (pro-forma)	€71,8M	€12,2M	-82,9%
Fairer Wert	€1.194,3M	€1.195,3M	0,1%
Anzahl der Aktien (voll verwässert)	138.912K	138.912K	0,0%
Kursziel	€8,60	€8,60	0,0%

Quelle: First Berlin Equity Research Schätzungen



GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd EUR	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
Produktumsätze	114.797	144.624	175.725	203.696	290.104	355.406
Sonstige Umsätze	246.506	9.089	10.000	10.300	10.609	140.927
Gesamtumsatz	361.303	153.713	185.725	213.996	300.713	496.334
Herstellungskosten	-324.441	-100.875	-97.700	-98.955	-126.258	-143.174
Rohertrag	36.862	52.838	88.025	115.042	174.455	353.160
Vertrieb & Marketing	-23.509	-48.752	-54.000	-57.035	-72.526	-88.852
Allgemeine Verwaltungskosten	-34.073	-47.799	-50.000	-52.961	-55.120	-60.419
Forschungs- und Entwicklungskosten	-104.922	-59.894	-67.500	-67.500	-67.500	-47.500
Sonstige betriebliche Aufwendungen/Erträge	12.199	21.520	110.000	20.000	20.000	6.000
Betriebsergebnis (EBIT)	-113.443	-82.087	26.525	-42.455	-691	162.389
Nettofinanzergebnis	-18.794	-22.115	-17.596	-17.596	-14.714	-11.660
Fremdährungsgewinne/(-verluste)	-12.587	5.573	0	0	0	0
Ergebnis vor Ertragsteuern	-144.815	-98.629	8.929	-60.051	-15.404	150.729
Ertragsteuern	1.536	-2.800	0	0	0	-15.073
Ergebnis nach Ertragsteuern	-143.279	-101.429	8.929	-60.051	-15.404	135.656
Ergebnis je Aktie	-1,24	-0,73	0,06	-0,43	-0,11	0,98
Bereinigtes EBITDA	-69.200	-65.187	45.478	-23.030	19.221	182.801
Margen in %						
Bruttomarge	10,2%	34,4%	47,4%	53,8%	58,0%	71,2%
EBITDA-Marge	-19,2%	-42,4%	24,5%	-10,8%	6,4%	36,8%
EBIT-Marge	-31,4%	-53,4%	14,3%	-19,8%	-0,2%	32,7%
Nettomarge	n.a.	n.a.	4,8%	n.a.	n.a.	27,3%
Ausgaben in % von Umsatz						
Vertrieb & Marketing	-6,5%	-31,7%	-29,1%	-26,7%	-24,1%	-17,9%
Allgemeine Verwaltungskosten	-9,4%	-31,1%	-26,9%	-24,7%	-18,3%	-12,2%
Forschungs- und Entwicklungskosten	-29,0%	-39,0%	-36,3%	-31,5%	-22,4%	-9,6%
Jährliches Wachstum						
Produktumsätze	82,3%	26,0%	21,5%	15,9%	42,4%	22,5%
Gesamtumsatz	3,8%	-57,5%	20,8%	15,2%	40,5%	65,1%
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	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
Vermögen						
Umlaufvermögen, gesamt	424.659	262.824	259.373	212.182	215.719	355.148
Liquide Mittel	289.430	126.080	122.308	65.520	21.349	117.025
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	23.912	41.645	40.417	44.813	63.823	78.189
Vorräte	35.104	44.466	43.931	50.924	72.526	88.852
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	76.213	50.633	52.717	50.924	58.021	71.081
Anlagevermögen, gesamt	196.685	197.238	199.229	200.563	213.532	222.253
Sachanlagen	112.435	136.198	135.202	134.176	133.119	132.030
Nutzungsrechte an Leasingobjekten	41.603	20.392	24.777	28.721	40.905	50.112
Goodwill & immaterielle Vermögenswerte	28.711	25.567	22.343	19.117	15.889	12.657
Assoziierte Unternehmen	0	0	0	0	0	0
Sonstige Vermögenswerte	8.299	8.489	10.315	11.956	17.028	20.861
Latente Steueransprüche	5.637	6.592	6.592	6.592	6.592	6.592
Aktiva	621.344	460.062	458.602	412.744	429.252	577.401
Eigenkapital und Verbindlichkeiten						
Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt	277.392	158.863	97.909	137.457	186.542	295.878
Zinstragende Verbindlichkeiten	11.580	44.079	0	31.189	35.195	110.463
Verbind. aus Lieferungen und Leistungen	41.491	44.303	53.830	62.399	88.868	108.872
Sonstige kurzfr. Verbind. und Rückstellungen	36.780	11.427	13.884	16.094	22.922	28.081
Leasingverbindlichkeiten	25.411	2.879	3.498	4.055	5.775	7.075
Steuer- und mitarbeiterbezogene Verbind.	15.738	16.209	19.695	22.830	32.514	39.833
Steuerverbindlichkeiten	532	632	768	890	1.268	1.553
Vertrags- u. Rückerstattungsverbindlichkeiten	145.860	39.334	6.234	0	0	0
Langfristige Verbindlichkeiten, gesamt	124.155	172.952	217.105	191.645	174.369	77.426
Zinstragende Verbindlichkeiten	87.227	132.768	176.847	145.658	110.463	0
Leasingverbindlichkeiten	28.163	29.090	35.346	40.972	58.352	71.487
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	1.436	1.153	1.384	1.592	2.233	2.718
Vertrags- u. Rückerstattungsverbindlichkeiten	6.635	6.303	0	0	0	0
Eigenkapital	219.797	128.247	143.588	83.643	68.341	204.097
Passiva	621.344	460.062	458.602	412.744	429.252	577.401
Kennzahlen						
Current ratio (x)	1,53	1,65	2,65	1,54	1,16	1,20
Quick ratio (x)	1,40	1,37	2,20	1,17	0,77	0,90
Nettoverschuldungsgrad	-62,4%	64,5%	65,0%	186,9%	275,7%	35,3%
Buchwert je Aktie (€)	2,42	1,41	1,58	0,92	0,75	2,24
Nettoverschuldung	-137.049	82.736	93.382	156.353	188.436	72.000
Eigenkapitalquote	35,4%	27,9%	31,3%	20,3%	15,9%	35,3%



CASHFLOWRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd EUR	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
Ergebnis nach Ertragsteuern	-143.279	-101.429	8.929	-60.051	-15.404	135.656
Bereinigung von zahlungsunwirksamen Tra	44.070	44.984	18.953	19.425	19.911	20.412
Änderungen der langfristigen Betriebsverm	-147.713	514	0	0	0	0
Investitionen ins Working Capital	1.732	-145.578	-16.920	-989	-1.863	-9.105
Sonstige	0	0	0	0	0	0
Steuern	-154	-1.236	0	0	0	0
Operativer Cashflow	-245.344	-202.745	10.961	-41.615	2.644	146.963
Investitionen in Sachanlagen	-29.246	-14.231	-14.658	-15.098	-15.551	-16.017
Investitionen in immaterielle Vermögenswer	-76	-81	-75	-75	-75	-75
Freier Cashflow	-274.666	-217.057	-3.772	-56.788	-12.982	130.871
Akquisitionen & Veräußerungen, netto	8	-7.482	0	0	0	0
Zinserträge	260	1.210	0	0	0	0
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-29.054	-20.585	-14.733	-15.173	-15.626	-16.092
FK-Finanzierung, netto	37.538	79.014	0	0	-31.189	-35.195
EK-Finanzierung, netto	189.837	-240	0	0	0	0
Tilgung der Leasingverbindlichkeiten	-3.048	-3.127	0	0	0	0
Zinsaufwand	-9.211	-12.567	0	0	0	0
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	215.116	63.080	0	0	-31.189	-35.195
Wechselkurseffekte & sonstige	2.026	-3.100	0	0	0	0
Veränderung der liquiden Mittel	-57.256	-163.350	-3.772	-56.788	-44.171	95.676
Cash und Äquiv. am Anfang der Periode	346.686	289.430	126.080	122.308	65.520	21.349
Cash und Äquiv. am Ende der Periode	289.430	126.080	122.308	65.520	21.349	117.025
Bereinigtes EBITDA je Aktie	-0,60	-0,47	0,33	-0,17	0,14	1,32
Jährliches Wachstum						
Operativer Cashflow	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	5459,0%
Freier Cashflow	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Bereinigtes EBITDA je Aktie	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	851,1%

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 Regulations (MiFID) II Commission Delegated Regulation and Markets in Financial Instruments Regulations (MiFIR).

Anschrift:

First Berlin Equity Research GmbH

Friedrichstr. 69

10117 Berlin

Germany

Vertreten durch den Geschäftsführer: Martin Bailey

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

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

E-Mail: info@firstberlin.com

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, Friedrichstraße 69, 10117 Berlin

Die Erstellung dieser Empfehlung wurde am 12. April 2024 um 15:45 Uhr abgeschlossen.

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

Copyright© 2024 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;

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 geocvert wird. Der Analyst unterliegt bezüglich seiner Empfehlung keinerlei Restriktionen und ist daher unabhängig. Damit ergibt sich unserer Meinung nach kein Interessenkonflikt.

In Bezug auf die Finanzanalysen 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.

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

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

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

STICHTAGE VON KURSEN

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

ABSTIMMUNG MIT DEM ANALYSIERTEN UNTERNEHMEN UND EINFLUSSNAHME

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

ANLAGEBEWERTUNGSSYSTEM

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

ANLAGEEMPFEHLUNG

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

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

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

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

RISIKOBEWERTUNG

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

ANLAGEEMPFEHLUNG- & KURSZIELHISTORIE

Bericht Nr.:	Tag der Veröffentlichung	Schlusskurs Vortag	Anlageempfehlung	Kursziel/Bewertung
Initial Report	26. April 2017	€ 2,52	Buy	€ 4,00
2...35	↓	↓	↓	↓
36	10. Februar 2022	€ 15,03	Buy	€ 22,10
37	6. Juli 2022	€ 11,12	Add	€ 12,00
38	26. Juli 2022	€ 9,75	Buy	€ 12,50
39	19. August 2022	€ 9,91	Add	€ 12,00
40	4. April 2023	€ 4,86	Buy	€ 8,90
41	22. Mai 2023	€ 5,69	Buy	€ 8,90
42	12. Oktober 2023	€ 5,46	Buy	€ 8,90
43	27. Februar 2024	€ 3,21	Buy	€ 8,60
44	Heute	€ 3,94	Buy	€ 8,60

ANLAGEHORIZONT

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

AKTUALISIERUNG

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

ÄNDERUNGSVORBEHALT

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

Die gesetzlich erforderlichen Angaben über

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

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

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

HAFTUNGSAUSSCHLUSS (DISCLAIMER)

ZUVERLÄSSIGKEIT VON INFORMATIONEN UND INFORMATIONQUELLEN

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

ZUVERLÄSSIGKEIT VON SCHÄTZUNGEN UND PROGNOSEN

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

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

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

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

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

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

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

KEIN ZUSTANDEKOMMEN VERTRAGLICHER SCHULDVERHÄLTNISSE

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

KEINE PFLICHT ZUR AKTUALISIERUNG

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

VERVIELFÄLTIGUNG

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

SALVATORISCHE KLAUSEL

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

ANWENDBARES RECHT, GERICHTSSTAND

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

KENNTNISNAHME VOM HAFTUNGSAUSSCHLUSS

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

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

QUALIFIZIERTE INSTITUTIONELLE INVESTOREN

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

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