

Valneva SE

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

H1/24 Ergebnisse

BEWERTUNG

KURSZIEL

Aufwärtspotenzial
 Risikobewertung

BUY

€ 8,60

127,3%
 High

BRUTTOMARGE ERHOLT SICH, GJ/24 GUIDANCE BEKRÄFTIGT

Der Produktumsatz im ersten Halbjahr lag mit €68,3 Mio. (H1/24: €64,0 Mio. leicht unter der Konsensprognose von €71,6 Mio., aber die Bruttomarge aus dem Verkauf etablierter Produkte verbesserte sich weiter auf 47,7 % (Q1/24: 43,7 %; H1/23: 39,8 %), und Valneva hält an seiner Jahresprognose für den Produktumsatz von €160 Mio. bis €180 Mio. fest. Wir sind weiterhin der Ansicht, dass der Markt die Chancen unterbewertet, die sich aus dem wichtigsten Werttreiber des Unternehmens ergeben, dem Lyme-Impfstoffkandidaten VLA15, der vorbehaltlich der behördlichen Zulassung im Jahr 2027 auf den Markt gebracht werden soll. Wir behalten unsere Kaufempfehlung sowie unser Kursziel von €8,60 bei.

Neuer DoD-Vertrag für Ixiaro im 4. Quartal erwartet Der Produktumsatz ging im ersten Halbjahr 2024 um 2,0 % auf €68,3 Mio. zurück (H1/23: €69,7 Mio.). Wie Abbildung 2 auf der nächsten Seite zeigt, kletterte der Produktumsatz ohne den eingestellten Impfstoff COVID-19 um 6,7 % auf €68,3 Mio. (H1/23: €64,0 Mio.). Wachstumstreiber war der Impfstoff gegen Japanische Enzephalitis, Ixiaro, dessen Umsatz um 38,3 % auf €41,9 Mio. stieg. Der größte Teil des Wachstums stammte aus dem US-Verteidigungsministerium (DoD), mit dem in H1/23 nur geringe Umsätze erzielt wurden. Aber auch die Verkäufe im Reisemarkt nahmen zu. Die Verkäufe von Ixiaro wurden in H1/24 durch Lieferengpässe beeinträchtigt, die jedoch in Q2/24 behoben werden konnten. Wir erwarten, dass die Umsätze in H2/24 über denen von H1/24 liegen werden, unterstützt durch die Unterzeichnung eines neuen Vertrags mit dem DoD im 4. Quartal.

Dukoral-Umsatz im GJ/24 dürfte nach dem Einbruch in H1 steigen Der Umsatz des Cholera-/ETEC-Durchfallimpfstoffs Dukoral ging um 12,9% auf €14,9 Mio. zurück (H1/23: €17,1 Mio.). Reiseimpfstoffe sind sehr werbeempfindlich. Valneva reduzierte die Werbeausgaben in wichtigen Märkten wie Kanada, während eine neue Produktionsstätte für den Impfstoff in Schweden einer behördlichen Prüfung unterzogen und zugelassen wurde.

(b.w.)

FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------------------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|
| Umsatz (€ Mio.) | 361,3 | 153,7 | 174,6 | 213,9 | 282,5 | 473,2 |
| Jährliches Wachstum | 3,8% | -57,5% | 13,6% | 22,5% | 32,1% | 67,5% |
| EBIT (€ Mio.) | -113,4 | -82,1 | 21,3 | -36,7 | -0,2 | 162,4 |
| EBIT-Marge | na | na | 12,2% | na | na | 34,3% |
| Jahresübers. (€ Mio.) | -143,3 | -101,4 | 3,9 | -54,3 | -14,9 | 135,7 |
| EPS (verwässert) (€) | -1,24 | -0,73 | 0,03 | -0,39 | -0,11 | 0,98 |
| DPS (€) | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| FCF (€ Mio.) | -274,7 | -217,1 | -34,0 | -51,8 | 0,8 | 136,9 |
| Nettoverschuldungsgrad | -62,4% | 64,5% | 92,1% | 233,5% | 310,7% | 36,6% |
| Liquide Mittel (€ Mio.) | 289,4 | 126,1 | 92,0 | 40,2 | 9,9 | 111,6 |

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 Juni 2024 mehr als 700 Mitarbeiter.

HANDELSDATEN

Stand: 19. Aug 2024

| | |
|----------------------------------|---------------|
| Schlusskurs | € 3,78 |
| Aktien im Umlauf | 138,91 Mio. |
| Marktkapitalisierung | € 525,64 Mio. |
| 52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse | € 3,00 / 6,53 |
| Durchschnittsvolumen (12 Monate) | 458.820 |

| Multiples | 2023 | 2024E | 2025E |
|--------------|------|-------|-------|
| KGV | n.a. | 135,4 | n.a. |
| EV/Sales | 3,9 | 3,5 | 2,8 |
| EV/EBIT | n.a. | 28,3 | n.a. |
| Div.-Rendite | 0,0% | 0,0% | 0,0% |

KURSÜBERSICHT



UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 30. Jun 2024

| | |
|--------------------------------|---------------|
| Liquide Mittel | € 126,08 Mio. |
| Kurzfristige Vermögenswerte | € 262,82 Mio. |
| Immaterielle Vermögenswerte | € 25,57 Mio. |
| Bilanzsumme | € 460,06 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% |

Damit ist dieser Prozess nun abgeschlossen, und das Management erwartet, dass die Umsätze im GJ/24 den Wert des GJ/23 von €29,8 Mio. übertreffen werden.

Abbildung 1: H1/24-Ergebnisse gegenüber Konsensschätzungen

| € Mio. | H1/24 | H1/24-Konsens | % Δ | H1/23 | % Δ |
|----------------------------------|-------|---------------|--------|-------|--------|
| Gesamtumsatz | 70,8 | 75,5 | -6,2% | 73,7 | -3,9% |
| Produktumsätze | 68,3 | 71,6 | -4,6% | 69,7 | -2,0% |
| Sonstige Umsätze | 2,5 | 3,0 | -16,7% | 4,0 | -37,5% |
| Forschung und Entwicklungskosten | 29,7 | 29,4 | 1,0% | 26,0 | 14,2% |
| Vertriebs- und allgemeine Kosten | 46,0 | 46,8 | -1,7% | 42,9 | 7,2% |
| Bereinigtes EBITDA | 56,2 | 55,3 | 1,6% | -28,3 | n.a. |

Quelle: Valneva

Ixchiq macht Fortschritte mit behördlichen Zulassungen, institutionellen Empfehlungen und Zulassungserweiterungen

Der Chikungunya-Impfstoff Ixchiq von Valneva wurde von der FDA im November 2023 für Erwachsene zugelassen. Der Umsatz in H1/24 betrug €1 Mio. In H1/24 wurde Ixchiq in Kanada und der EU für Erwachsene zugelassen, und in H2/24 wird die Zulassung in Großbritannien und Brasilien erwartet. Valneva macht Fortschritte bei der Kostenerstattung für den Impfstoff in den USA. In Q2/24 hatten ca. 50% der versicherten Personen Anspruch auf Erstattung der Kosten für eine Ixchiq-Impfung. In Q1/24 lag diese Zahl bei 25%. Die erwartete baldige Empfehlung von Ixchiq durch den MMWR (Morbidity and Mortality Weekly Report) dürfte sich ebenfalls positiv auf den Umsatz auswirken. Der MMWR ist das wichtigste Instrument für die Veröffentlichung von Empfehlungen zur öffentlichen Gesundheit in den USA. Im Mai 2024 legte Valneva positive Sechsmonatsdaten der Phase 3 vor und will noch in diesem Jahr eine mögliche Zulassungserweiterung für die Anwendung bei Jugendlichen im Alter von 12 bis 17 Jahren beantragen. Darüber hinaus hat das Unternehmen vor kurzem die Rekrutierung einer pädiatrischen Phase-2-Studie bei Kindern im Alter von 1 bis 11 Jahren abgeschlossen, die als Grundlage für eine pädiatrische Phase-3-Zulassungsstudie und eine mögliche künftige Erweiterung der Zulassung auf diese Altersgruppe dienen soll. Obwohl die Ixchiq-Umsätze im ersten Halbjahr mit €1 Mio. bescheiden ausfielen, geht das Management davon aus, dass die Umsätze der für neu eingeführte Impfstoffe typischen S-Kurve folgen werden, und hält an seiner früheren Prognose von €100 Mio. Umsatz im dritten Jahr nach der Markteinführung fest. Während der Telefonkonferenz für Analysten im Anschluss an die Ergebnisse bestätigte CEO Thomas Lingelbach auch, dass er davon ausgeht, dass das US-Militär ein wichtiger Kunde für Ixchiq werden wird, wie es bereits für Ixiaro der Fall ist.

Abbildung 2: Zusammensetzung der H1/24-Produktumsätze

| € Mio. | H1/24 | H1/23 | %Δ |
|--|-------------|-------------|-------------|
| Ixiaro | 41,9 | 30,3 | 38,3% |
| Dukoral | 14,9 | 17,1 | -12,9% |
| Ixchiq | 1,0 | 0,0 | n.a. |
| Produktumsätze Dritter | 10,5 | 16,5 | -36,5% |
| Produktumsätze abzüglich COVID-19 | 68,3 | 64,0 | 6,7% |
| COVID-19 | 0,0 | 5,7 | -100,0% |
| Produktumsätze | 68,3 | 69,7 | -2,0% |

Quelle: Valneva



Die Bruttomarge aus Produktverkäufen ohne Ixchiq stieg in H1/24 auf 47,7% (H1/23: 39,8%)... Die Bruttomarge aus Produktverkäufen ohne Ixchiq verbesserte sich in H1/24 weiter auf 47,7% (Q1/24:43,7%; H1/23: 39,8%). In H1/23 wurde die Bruttomarge durch die Abschreibung von Chargen beeinträchtigt, da Valneva die Produktion nach der Pandemie hochgefahren hat. Wir erwarten, dass sich die Bruttomarge in der zweiten Jahreshälfte weiter verbessern wird, da die Lieferengpässe, die sich auf H1/24 auswirkten, nun behoben sind. Das bereinigte EBITDA belief sich auf €56,2 Mio. (H1/23: €-28,3 Mio). Die Verbesserung ist hauptsächlich auf die €90,8 Mio. zurückzuführen, die als sonstiger Ertrag aus dem Verkauf des Priority Review Vouchers in Q1/24 verbucht wurden.

...weitere Verbesserung der Bruttomarge auf 60-65% oder mehr erwartet Das Management erklärte im Abschlussbericht 2023, dass es erwartet, dass die Produktmarge in den nächsten zwei bis drei Jahren wieder das Niveau von vor der Einführung von Covid oder darüber erreichen wird. Dies würde eine Produktbruttomarge von 60-65 % bedeuten. Eine Verbesserung der Marge über das Niveau vor der Pandemie hinaus wird durch den kosteneffizienten Herstellungsprozess von Ixchiq und Skaleneffekte durch die Nutzung der neuen und effizienteren Produktionsanlagen des Unternehmens in Schottland und Schweden erwartet.

Shigella-Partnerschaft mit LimmaTech Anfang August gab Valneva bekannt, dass das Unternehmen eine Partnerschaft mit dem Schweizer Biopharmaunternehmen LimmaTech eingegangen ist, um die Entwicklung des weltweit am weitesten fortgeschrittenen Shigella-Impfstoffkandidaten zu beschleunigen. Shigellose, die durch Shigella-Bakterien verursacht wird, ist weltweit die zweithäufigste Ursache für tödliche Durchfallerkrankungen. Man schätzt, dass jedes Jahr bis zu 165 Millionen Krankheitsfälle und schätzungsweise 600.000 Todesfälle auf Shigellen zurückzuführen sind, insbesondere bei Kindern in Ländern mit niedrigem und mittlerem Einkommen (LMICs). Derzeit gibt es keinen zugelassenen Impfstoff gegen Shigellen, und die Entwicklung von Impfstoffen gegen Shigellen wurde von der Weltgesundheitsorganisation (WHO) als vorrangig eingestuft. Die Shigellose betrifft auch internationale Reisende aus Ländern mit hohem Einkommen und Militärangehörige, die in endemischen Regionen eingesetzt werden. Der weltweite Markt für einen Impfstoff gegen Shigellen wird auf über USD500 Mio. jährlich geschätzt.

Valneva arbeitet derzeit an der Zulassung des Shigellen-Impfstoffs für H2/30 Im Rahmen der Vereinbarung mit Valneva erhält LimmaTech eine Vorauszahlung in Höhe von €10 Mio. und hat Anspruch auf zusätzliche regulatorische, entwicklungs- und umsatzabhängige Meilensteinzahlungen sowie auf Umsatzbeteiligungen im niedrigen zweistelligen Bereich. LimmaTech wird eine Phase-2-Studie (CHIM) in den USA und eine pädiatrische Phase-2-Studie in LMICs durchführen. Beide klinischen Studien werden voraussichtlich in der zweiten Hälfte des Jahres 2024 beginnen. Valneva wird alle weiteren Entwicklungs- und Zulassungsaktivitäten übernehmen und im Falle einer Zulassung für die weltweite Vermarktung des Produkts verantwortlich sein. Der Abschluss der Phase-2-Studien ist derzeit für H2/26 geplant, der Abschluss der darauf folgenden Phase-3-Studien für H2/29. Valneva geht derzeit von einer möglichen Zulassung in H2/30 aus.

Größe und Zielmarkt für Shigellen sind ähnlich wie bei Chikungunya. Interessante Plug-and-Play-Möglichkeit für Valneva Für Valneva steht das Shigella-Geschäft im Einklang mit der seit langem kommunizierten Strategie, bis 2027 ein neues F&E-Programm in Phase 3 zu haben, d.h. zeitgleich mit der erwarteten Markteinführung des Lyme-Impfstoffs VLA15. Die Größe des Marktes von über USD500 Mio. und die Zielgruppe - Reisende, Militärs aus Ländern mit hohem Einkommen, sowie Länder mit niedrigem und mittlerem Einkommen - ähneln denen von Chikungunya, so dass der Shigellen-Impfstoff für Valneva eine interessante Plug-and-Play-Möglichkeit zu sein scheint.

Cashburn wird in H2/24 sinken Ohne die Erlöse aus dem Priority Review Voucher lag der freie Cashflow in H1/24 bei €-69 Mio. Valneva hat seinen Beitrag zur Lyme-Phase-3-Studie in H1/24 abgeschlossen, so dass wir einen Rückgang des Cashburns in H2/24 erwarten. Wir prognostizieren für H2/24 einen Wert von €-53 Mio.

Kaufempfehlung bei unverändertem Kursziel von €8,60 beibehalten Abbildung 3 auf der Rückseite zeigt die Änderungen unserer Prognosen. Angesichts der bescheidenen Umsätze in H1/24 gehen wir davon aus, dass die Verkäufe von Ixchiq langsamer anlaufen werden als bisher. Dies überwiegt die Auswirkungen auf die Produktverkäufe in den Jahren 2024, 2026 und 2027, die sich aus der Anhebung unserer Prognosen für Ixiaro ergeben. Wir haben unsere Ixiaro-Prognosen angehoben, um das Ende der Lieferengpässe widerzuspiegeln, die das Geschäft mit diesem Impfstoff im ersten Halbjahr 2014 beeinträchtigten. Die Auswirkungen einer Senkung unserer Gesamtumsatzprognose auf die Rentabilität werden durch eine Verschiebung des Umsatzmixes hin zu dem rentableren Ixiaro ausgeglichen.

Valneva ist das erste Unternehmen, das einen Impfstoff gegen Chikungunya auf den Markt bringt, und wird - vorbehaltlich der Zulassung - 2027 als erstes Unternehmen einen Impfstoff gegen Lyme (VLA15) auf den Markt bringen. Wir erwarten, dass diese Impfstoffe einen weltweiten Umsatz von USD500 Mio. (bis 2030) bzw. USD1,0 Mrd. (bis 2032) erzielen werden. Pfizer wird Valneva gestaffelte Lizenzgebühren von 14% bis 22% auf die VLA15-Verkäufe zahlen, während wir mittelfristig erwarten, dass Valneva eine Bruttomarge von über 60% auf die Ixchiq-Verkäufe erzielen wird. Bezogen auf diese Zahlen und unter Berücksichtigung der ca. USD160 Mio. Umsatz, der in diesem Jahr aus dem etablierten Impfstoffgeschäft erwartet wird, halten wir die aktuelle Unternehmensbewertung von ca. USD600 Mio. für zu niedrig. Wir behalten unsere Kaufempfehlung sowie unser Kursziel von €8,60 (entspricht einer Unternehmensbewertung von 1,3 Mrd. USD) bei. Unser vollständiges Bewertungsmodell ist umseitig dargestellt.

Abbildung 3: Änderungen an unseren Schätzungen

| Alle Angaben in Tsd EUR | 2024E | | | 2025E | | | 2026E | | | 2027E | | |
|--|----------------|----------------|---------------|----------------|----------------|-------------|----------------|----------------|--------------|----------------|----------------|--------------|
| | Alt | Neu | % Δ | Alt | Neu | % Δ | Alt | Neu | % Δ | Alt | Neu | % Δ |
| Produktumsätze | 175.725 | 167.075 | -4,9% | 203.696 | 206.140 | 1,2% | 290.104 | 274.514 | -5,4% | 355.406 | 334.929 | -5,8% |
| w ovon: | | | | | | | | | | | | |
| Ixiaro | 91.200 | 98.900 | 8,4% | 96.381 | 104.543 | 8,5% | 101.858 | 110.510 | 8,5% | 106.253 | 115.251 | 8,5% |
| Dukoral | 33.000 | 35.900 | 8,8% | 34.650 | 37.695 | 8,8% | 35.690 | 38.826 | 8,8% | 36.760 | 39.991 | 8,8% |
| Ixchiq | 24.750 | 5.500 | -77,8% | 52.585 | 43.820 | -16,7% | 136.893 | 109.515 | -20,0% | 163.533 | 130.826 | -20,0% |
| Lyme-Royalties/Meilensteine | 0 | 0 | - | 0 | 0 | - | 0 | 0 | - | 32.727 | 32.727 | - |
| Produktumsätze Dritter | 26.775 | 26.775 | 0,0% | 20.081 | 20.081 | 0,0% | 15.663 | 15.663 | 0,0% | 16.133 | 16.133 | 0,0% |
| Sonstige Umsätze | 10.000 | 7.534 | -24,7% | 10.300 | 7.760 | -24,7% | 10.609 | 7.993 | -24,7% | 140.927 | 138.233 | -1,9% |
| Gesamtumsatz | 185.725 | 174.609 | -6,0% | 213.996 | 213.900 | 0,0% | 300.713 | 282.507 | -6,1% | 496.334 | 473.161 | -4,7% |
| Rohrertrag | 88.025 | 78.213 | -11,1% | 115.042 | 120.024 | 4,3% | 174.455 | 165.369 | -5,2% | 353.160 | 337.882 | -4,3% |
| Marge (%) | 47,4% | 44,8% | - | 53,8% | 56,1% | - | 58,0% | 58,5% | - | 71,2% | 71,4% | - |
| Vertrieb & Marketing | -54.000 | -49.181 | - | -57.035 | -55.658 | - | -72.526 | -65.883 | - | -88.852 | -77.034 | - |
| Allgemeine Verwaltungskosten | -50.000 | -50.000 | - | -52.961 | -53.596 | - | -55.120 | -52.158 | - | -60.419 | -56.938 | - |
| F&E-Kosten | -67.500 | -67.711 | - | -67.500 | -67.500 | - | -67.500 | -67.500 | - | -47.500 | -47.500 | - |
| Sonstige betriebliche Aufw./Erträge, Netto | 110.000 | 110.000 | 0,0% | 20.000 | 20.000 | 0,0% | 20.000 | 20.000 | 0,0% | 6.000 | 6.000 | 0,0% |
| EBIT | 26.525 | 21.321 | -19,6% | -42.455 | -36.730 | n.a. | -691 | -172 | n.a. | 162.389 | 162.411 | 0,0% |
| Marge (%) | 14,3% | 12,2% | - | -19,8% | -17,2% | - | -0,2% | -0,1% | - | 32,7% | 34,3% | - |
| Nettofinanzergebnis | -17.596 | -17.596 | - | -17.596 | -17.596 | - | -14.714 | -14.714 | - | -11.660 | -11.660 | - |
| Gewinn vor Steuern | 8.929 | 3.725 | -58,3% | -60.051 | -54.326 | n.a. | -15.404 | -14.886 | n.a. | 150.729 | 150.751 | n.a. |
| Steuern | 0 | 158 | n.a. | 0 | 0 | - | 0 | 0 | - | -15.073 | -15.075 | - |
| Nettogewinn | 8.929 | 3.883 | -56,5% | -60.051 | -54.326 | n.a. | -15.404 | -14.886 | n.a. | 135.656 | 135.676 | n.a. |
| EPS (in EUR) | 0,06 | 0,03 | -56,5% | -0,43 | -0,39 | n.a. | -0,11 | -0,11 | n.a. | 0,98 | 0,98 | n.a. |
| Bereinigtes EBITDA | 45.478 | 40.274 | -11,4% | -23.030 | -17.305 | n.a. | 19.221 | 19.739 | n.a. | 182.801 | 182.823 | n.a. |

Quelle: First Berlin Equity Research Schätzungen



Abbildung 4: Bewertungsmodell

| Impfstoff | Projekt ¹⁾ | Barwert | Markt Größe | Marktanteil 2030 | Umsatz 2030 | PACME Marge ²⁾ | Eskontierungs-satz | Marktein-führungs-Zeit |
|-------------------------------------|-------------------------|------------------|-------------|------------------|-------------|---------------------------|--------------------|------------------------|
| Ixiaro | Japanische Enzephalitis | €599,7M | €149,5M | 90,0% | €131,5M | 40% | 9% | - |
| Dukoral | Cholera & ETEC | €150,2M | €178,3M | 25,0% | €44,6M | 30% | 9% | - |
| VLA15 | Lyme-Borreliose | €792,3M | €909,1M | 70,0% | €636,4M | 18% | 10% | 3 Jahre |
| VLA 1553 | Chikungunya-Virus | €808,4M | €463,0M | 58,9% | €272,7M | 42% | 9% | - |
| S4V | Shigellose | €240,5M | n.a. | n.a. | n.a. | 42% | 10% | 6 Jahre |
| EB66 Zelllinie | Technologie-Plattform | €11,9M | | | €19,7M | 15% | 9% | - |
| PACME Barwert (BW) | | €2.603,0M | | | | | | |
| Kosten BW ³⁾ | | €1.521,0M | | | | | | |
| Nettobarwert | | €1.082,0M | | | | | | |
| Meilensteine, Produkte Dritter, BW | | €190,8M | | | | | | |
| Netto liquide Mittel (pro-forma) | | -€78,2M | | | | | | |
| Fairer Wert | | €1.194,6M | | | | | | |
| 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 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&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



GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

| Alle Angaben in Tsd EUR | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E |
|--|-----------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Produktumsätze | 114.797 | 144.624 | 167.075 | 206.140 | 274.514 | 334.929 |
| Sonstige Umsätze | 246.506 | 9.089 | 7.534 | 7.760 | 7.993 | 138.233 |
| Gesamtumsatz | 361.303 | 153.713 | 174.609 | 213.900 | 282.507 | 473.161 |
| Herstellungskosten | -324.441 | -100.875 | -96.396 | -93.875 | -117.138 | -135.279 |
| Rohertrag | 36.862 | 52.838 | 78.213 | 120.024 | 165.369 | 337.882 |
| Vertrieb & Marketing | -23.509 | -48.752 | -49.181 | -55.658 | -65.883 | -77.034 |
| Allgemeine Verwaltungskosten | -34.073 | -47.799 | -50.000 | -53.596 | -52.158 | -56.938 |
| Forschungs- und Entwicklungskosten | -104.922 | -59.894 | -67.711 | -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 | 21.321 | -36.730 | -172 | 162.411 |
| 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 | 3.725 | -54.326 | -14.886 | 150.751 |
| Ertragsteuern | 1.536 | -2.800 | 158 | 0 | 0 | -15.075 |
| Ergebnis nach Ertragsteuern | -143.279 | -101.429 | 3.883 | -54.326 | -14.886 | 135.676 |
| Ergebnis je Aktie | -1,24 | -0,73 | 0,03 | -0,39 | -0,11 | 0,98 |
| Bereinigtes EBITDA | -69.200 | -65.187 | 40.274 | -17.305 | 19.739 | 182.823 |
| Margen in % | | | | | | |
| Bruttomarge | 10,2% | 34,4% | 44,8% | 56,1% | 58,5% | 71,4% |
| EBITDA-Marge | -19,2% | -42,4% | 23,1% | -8,1% | 7,0% | 38,6% |
| EBIT-Marge | -31,4% | -53,4% | 12,2% | -17,2% | -0,1% | 34,3% |
| Nettomarge | n.a. | n.a. | 2,2% | n.a. | n.a. | 28,7% |
| Ausgaben in % von Umsatz | | | | | | |
| Vertrieb & Marketing | -6,5% | -31,7% | -28,2% | -26,0% | -23,3% | -16,3% |
| Allgemeine Verwaltungskosten | -9,4% | -31,1% | -28,6% | -25,1% | -18,5% | -12,0% |
| Forschungs- und Entwicklungskosten | -29,0% | -39,0% | -38,8% | -31,6% | -23,9% | -10,0% |
| Jährliches Wachstum | | | | | | |
| Produktumsätze | 82,3% | 26,0% | 15,5% | 23,4% | 33,2% | 22,0% |
| Gesamtumsatz | 3,8% | -57,5% | 13,6% | 22,5% | 32,1% | 67,5% |
| Betriebsergebnis (EBIT) | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| Ergebnis nach Ertragsteuern | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |



BILANZ

| Alle Angaben in Tsd EUR | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <u>Vermögen</u> | | | | | | |
| Umlaufvermögen, gesamt | 424.659 | 262.824 | 227.365 | 192.760 | 185.558 | 322.595 |
| Liquide Mittel | 289.430 | 126.080 | 92.034 | 40.217 | 9.869 | 111.590 |
| Forderungen aus Lieferungen und Leistungen | 23.912 | 41.645 | 40.098 | 45.351 | 54.903 | 66.986 |
| Vorräte | 35.104 | 44.466 | 41.769 | 47.412 | 54.903 | 66.986 |
| Sonstige kurzfristige Vermögenswerte | 76.213 | 50.633 | 53.464 | 59.781 | 65.883 | 77.034 |
| Anlagevermögen, gesamt | 196.685 | 197.238 | 207.502 | 208.227 | 213.914 | 218.552 |
| Sachanlagen | 112.435 | 136.198 | 135.202 | 134.176 | 133.119 | 132.030 |
| Nutzungsrechte an Leasingobjekten | 41.603 | 20.392 | 23.558 | 29.066 | 38.707 | 47.225 |
| Goodwill & immaterielle Vermögenswerte | 28.711 | 25.567 | 32.343 | 29.117 | 25.889 | 22.657 |
| Assoziierte Unternehmen | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Sonstige Vermögenswerte | 8.299 | 8.489 | 9.807 | 9.276 | 9.608 | 10.048 |
| Latente Steueransprüche | 5.637 | 6.592 | 6.592 | 6.592 | 6.592 | 6.592 |
| Aktiva | 621.344 | 460.062 | 434.867 | 400.987 | 399.472 | 541.148 |
| <u>Eigenkapital und Verbindlichkeiten</u> | | | | | | |
| Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt | 277.392 | 158.863 | 87.326 | 130.814 | 165.119 | 268.981 |
| Zinstragende Verbindlichkeiten | 11.580 | 44.079 | 0 | 31.189 | 35.195 | 110.463 |
| Verbind. aus Lieferungen und Leistungen | 41.491 | 44.303 | 45.110 | 55.658 | 71.374 | 87.081 |
| Sonstige kurzfr. Verbind. und Rückstellungen | 36.780 | 11.427 | 13.201 | 16.287 | 21.690 | 26.463 |
| Leasingverbindlichkeiten | 25.411 | 2.879 | 3.326 | 4.104 | 5.465 | 6.667 |
| Steuer- und mitarbeiterbezogene Verbind. | 15.738 | 16.209 | 18.725 | 22.675 | 30.197 | 36.842 |
| Steuerverbindlichkeiten | 532 | 632 | 730 | 901 | 1.200 | 1.464 |
| Vertrags- u. Rückerstattungsverbindlichkeiten | 145.860 | 39.334 | 6.234 | 0 | 0 | 0 |
| Langfristige Verbindlichkeiten, gesamt | 124.155 | 172.952 | 215.301 | 192.154 | 171.117 | 73.155 |
| Zinstragende Verbindlichkeiten | 87.227 | 132.768 | 176.847 | 145.658 | 110.463 | 0 |
| Leasingverbindlichkeiten | 28.163 | 29.090 | 33.606 | 41.463 | 55.216 | 67.368 |
| Sonstige langfristige Verbindlichkeiten | 1.436 | 1.153 | 1.320 | 1.610 | 2.118 | 2.566 |
| Vertrags- u. Rückerstattungsverbindlichkeiten | 6.635 | 6.303 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Eigenkapital | 219.797 | 128.247 | 132.239 | 78.019 | 63.236 | 199.011 |
| Passiva | 621.344 | 460.062 | 434.867 | 400.987 | 399.472 | 541.148 |
| <u>Kennzahlen</u> | | | | | | |
| Current ratio (x) | 1,53 | 1,65 | 2,60 | 1,47 | 1,12 | 1,20 |
| Quick ratio (x) | 1,40 | 1,37 | 2,13 | 1,11 | 0,79 | 0,95 |
| Nettoverschuldungsgrad | -62,4% | 64,5% | 92,1% | 233,5% | 310,7% | 36,6% |
| Buchwert je Aktie (€) | 2,42 | 1,41 | 1,45 | 0,86 | 0,70 | 2,19 |
| Nettoverschuldung | -137.049 | 82.736 | 121.744 | 182.197 | 196.470 | 72.908 |
| Eigenkapitalquote | 35,4% | 27,9% | 30,4% | 19,5% | 15,8% | 36,8% |



CASHFLOWRECHNUNG

| Alle Angaben in Tsd EUR | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E |
|--|-----------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Ergebnis nach Ertragsteuern | -143.279 | -101.429 | 3.883 | -54.326 | -14.886 | 135.676 |
| Bereinigung von zahlungsunwirksamen Tra | 44.070 | 44.984 | 18.953 | 19.425 | 19.911 | 20.412 |
| Änderungen der langfristigen Betriebsverm | -147.713 | 514 | -10.000 | 0 | 0 | 0 |
| Investitionen ins Working Capital | 1.732 | -145.578 | -32.148 | -1.744 | 11.442 | -3.080 |
| Sonstige | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Steuern | -154 | -1.236 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Operativer Cashflow | -245.344 | -202.745 | -19.313 | -36.645 | 16.467 | 153.008 |
| 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 | -34.046 | -51.818 | 842 | 136.916 |
| 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 | -34.046 | -51.818 | -30.347 | 101.721 |
| Cash und Äquiv. am Anfang der Periode | 346.686 | 289.430 | 126.080 | 92.034 | 40.217 | 9.869 |
| Cash und Äquiv. am Ende der Periode | 289.430 | 126.080 | 92.034 | 40.217 | 9.869 | 111.590 |
| Bereinigtes EBITDA je Aktie | -0,60 | -0,47 | 0,29 | -0,12 | 0,14 | 1,32 |

Jährliches Wachstum

| | | | | | | |
|-----------------------------|------|------|------|------|------|----------|
| Operativer Cashflow | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | 829,2% |
| Freier Cashflow | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | 16163,7% |
| Bereinigtes EBITDA je Aktie | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | 826,2% |

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

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 20. August 2024 um 10:37 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;

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; VERORDNUNG SERMÄCHTIGUNG, RICHTLINIE 2014/65/EU DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES VOM 15. MAI 2014 ÜBER MÄRKTE FÜR FINANZINSTRUMENTE SOWIE ZUR ÄNDERUNG DER RICHTLINIEN 2002/92/EG UND 2011/61/EU (NEUFASSUNG) UND DIE DAZUGEHÖRIGE VERORDNUNG ÜBER MÄRKTE FÜR FINANZINSTRUMENTE (MARKETS IN FINANCIAL INSTRUMENTS REGULATION, MIFIR, VERORDNUNG (EU) NR. 600/2014

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

STICHTAGE VON KURSEN

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

ABSTIMMUNG MIT DEM ANALYSIERTEN UNTERNEHMEN UND EINFLUSSNAHME

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

ANLAGEBEWERTUNGSSYSTEM

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

ANLAGEEMPFEHLUNG

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

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

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

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

RISIKOBEWERTUNG

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

ANLAGEEMPFEHLUNG- & KURSZIELHISTORIE

| Bericht Nr.: | Tag der Veröffentlichung | Schlusskurs Vortag | Anlageempfehlung | Kursziel/Bewertung |
|----------------|--------------------------|--------------------|------------------|--------------------|
| Initial Report | 26. April 2017 | € 2,52 | Buy | € 4,00 |
| 2...36 | ↓ | ↓ | ↓ | ↓ |
| 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 | 12. April 2024 | € 3,94 | Buy | € 8,60 |
| 45 | Heute | € 3,78 | 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 INFORMATIONSQUELLEN

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

ZUVERLÄSSIGKEIT VON SCHÄTZUNGEN UND PROGNOSEN

Der Ersteller der Finanzanalyse hat Schätzungen und Prognosen nach bestem Wissen vorgenommen. Diese Schätzungen und Prognosen spiegeln die persönliche Meinung und Wertung des Erstellers wider. Prämissen für Schätzungen und Prognosen, sowie die Sichtweise des Erstellers auf solche Prämissen, unterliegen fortwährender Veränderung. Die jeweiligen Erwartungen über die zukünftige Wertentwicklung eines 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.