



Valneva SE

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

Valneva und GSK
beenden ihr Strategic
Alliance Agreement

BEWERTUNG

KURSZIEL

Aufwärtspotenzial
Risikobewertung

BUY

€ 5,50

70,5%
High

VERPARTNERUNG VON LYME-KANDIDAT NUN SELBSTBESTIMMT

GlaxoSmithKline (GSK) und Valneva haben einvernehmlich vereinbart, dass GSK von ihrer Option zur Teilnahme an der Phase III-Entwicklung von Valnevas Lyme-Borreliose-Impfstoffkandidat VLA15 keinen Gebrauch machen wird. Da GSK zuvor auf die Teilnahme an den Entwicklungsprogrammen von Valneva für C. difficile und Zika verzichtet hat und auch im Hinblick auf ihre derzeitige Politik, Kapital auf weniger Gebiete zuzuteilen, ist diese Vereinbarung aus unserer Sicht nicht überraschend. Die Entscheidung von GSK in Bezug auf VLA15 hat zur Folge, dass beide Unternehmen einvernehmlich ihr Strategic Alliance Agreement (SAA) kündigen. Obwohl die Beendigung des SAA eine negative Netto-GuV-Auswirkung für 2019 von €5 Mio. haben wird, belässt Valnevas Management die Prognose für 2019 für Gesamterlöse und EBITDA unverändert bei €125-135 Mio. bzw. €510 Mio. Dies lässt darauf schließen, dass sich die Produktumsätze gut entwickeln. Angesichts der Tatsache, dass die VLA15-Phase-III-Studie ca. USD350 Mio. kosten wird, gehen wir weiterhin davon aus, dass Valneva einen Partner für die Kofinanzierung suchen wird. Wir lassen unsere Prognosen unverändert und behalten unsere Kaufempfehlung sowie das Kursziel von €5,50 bei.

Einvernehmliche Vereinbarung zur Kündigung des SAA Gemäß den Bedingungen des SAA hatte GSK Optionrechte auf die Entwicklung, Herstellung und Vermarktung von Valnevas nicht verpartnerten neuen Impfstoffzielen nach Abschluss der klinischen Phase 2-Studien (oder früher nach Ermessen von GSK). Valneva behält sich das Recht auf die gemeinsame Produktentwicklung und entsprechende Gewinnbeteiligung mit GSK vor oder potenzielle Meilensteine in Höhe von €120,0 Mio. nach Phase 2 für den verbleibenden Entwicklungszeitraum und an die Umsatzleistung gebundene Lizenzgebühren zu erhalten. Der wichtigste von dem SAA abgedeckte Impfstoffkandidat war VLA15 (Lyme-Borreliose), der derzeit in einer klinischen Phase-II-Studie geprüft wird. (b.w.)

FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
Umsatz (€ Mio.)	78,36	94,06	105,29	113,04	126,94	139,52
Jährliches Wachstum	84,7%	20,0%	11,9%	7,4%	12,3%	9,9%
EBIT (€ Mio.)	-6,75	-42,57	-3,95	6,26	2,07	2,59
EBIT-Marge	na	na	na	5,5%	1,6%	1,9%
Jahresübers. (€ Mio.)	-20,62	-49,18	-11,48	3,26	-1,18	-1,42
EPS (verwässert) (€)	-0,28	-0,66	-0,15	0,04	-0,02	-0,02
DPS (€)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF (€ Mio.)	-22,35	2,82	8,74	12,55	1,43	-0,21
Nettoverschuldungsgrad	41,4%	40,3%	36,1%	-35,5%	-39,8%	-68,2%
Liquide Mittel (€ Mio.)	42,57	42,18	38,06	81,72	72,56	168,84

RISIKEN

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

UNTERNEHMENSPROFIL

Valneva ist ein voll integriertes, sich im kommerziellen Stadium befindliches Biotech-Unternehmen mit dem Schwerpunkt auf der Entwicklung innovativer Impfstoffe für Krankheiten mit hohem medizinischem Bedarf. Das Unternehmen verfügt über ein Portfolio von zwei kommerziellen Reiseimpfstoffen und vier Impfstoffen in der klinischen Entwicklung für Infektionskrankheiten. Valneva, mit Sitz in Frankreich, hat ca. 480 Mitarbeiter.

HANDELSDATEN

Stand: 24. Jun 2019

Schlusskurs	€ 3,23
Aktien im Umlauf	90,92 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 293,21 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 3,01 / 4,15
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	77.551

Multiples	2018	2019E	2020E
KGV	80,6	n.a.	n.a.
EV/Sales	2,7	2,4	2,2
EV/EBIT	48,8	147,6	118,0
Div.-Rendite	0,0%	0,0%	0,0%

KURSÜBERSICHT



UNTERNEHMENS DATEN

Stand: 31. Mrz 2019

Liquide Mittel	€ 68,06 Mio.
Kurzfristige Vermögenswerte	€ 117,48 Mio.
Immaterielle Vermögenswerte	€ 44,22 Mio.
Bilanzsumme	€ 243,74 Mio.
Kurzfristige Verbindlichkeiten	€ 27,63 Mio.
Eigenkapital	€ 139,19 Mio.

AKTIONÄRSSTRUKTUR

Groupe Grimaud La Corbière	15,1%
US PIPE investors	14,2%
Bpifrance Participations SA	8,2%
MVM Funds	7,3%
Free Float and other	55,2%



GSK hatte zuvor auf ihre Optionen auf Valnevas Entwicklungsprogramme in C. difficile und Zika verzichtet und hat nun beschlossen, ihre Option auf das Lyme-Entwicklungsprogramm nicht auszuüben. Valnevas zweitwichtigster Impfstoffkandidat, Chikungunya (derzeit in Phase I), war nie Gegenstand des SAA. Die Entscheidung von GSK, die Option auf VLA15 nicht auszuüben, steht im Einklang mit ihrer laufenden Initiative, Kapital auf weniger Gebiete zuzuteilen.

VLA15-Phase-III-Studie kostet voraussichtlich ca. USD350 Mio. Vorläufige Daten zum primären Endpunkt der Phase-II-Studie zur Lyme-Borreliose werden für Mitte 2020 erwartet. Das übergeordnete Ziel der Studie ist die Bestimmung des optimalen Dosierungsniveaus und Zeitplans für die Verwendung in einer zukünftigen Phase-III-Studie. Valnevas Liquiditätsbestand belief sich zum Ende des ersten Quartals 2019 auf €68 Mio. Valneva könnte im Rahmen eines im Jahr 2016 mit der Europäischen Investitionsbank geschlossenen Darlehensvertrags weitere €15 Mio. in Anspruch nehmen. Im Herbst 2018 beschaffte Valneva im Rahmen einer Privatplatzierung €50 Mio. brutto, von denen rund 81% von US-Investoren, darunter mehrere renommierte Gesundheitsfonds, gezeichnet wurden. Diese von den USA angeführte Platzierung sollte sich beim Aufbau von Beziehungen als nützlich erweisen, die bei der Finanzierung der Lyme-Phase-III-Studie hilfreich sein können. Valneva hat jedoch bekanntgegeben, dass die VLA15-Phase-III-Studie rund 350 Mio. USD kosten wird, und wir gehen weiterhin davon aus, dass das Unternehmen einen Partner für die Kofinanzierung suchen wird. Die Kündigung des SAA bedeutet, dass Valneva nun frei entscheiden kann, wann sie VLA15 verpartnert und welchen Partner sie wählt.

Wir behalten unsere Kaufempfehlung sowie unser Kursziel von €5,50 bei Die Kündigung des SAA wird eine Zahlung von €9 Mio. durch Valneva an GSK sowie die Auflösung von €4 Mio. an passiven Rechnungsabgrenzungen in Valnevas Gewinn- und Verlustrechnung auslösen. Trotz eines negativen G & V-Nettoeffekts von €5 Mio. für 2019 hat das Management beschlossen, die Guidance für 2019 bezüglich Gesamterlöse und EBITDA von €125-135 Mio. bzw. €5-10 Mio. nicht zu ändern. Dies lässt darauf schließen, dass sich die Produktumsätze gut entwickeln. Wir stellen fest, dass das EBITDA in Q1/19 von €8,2 Mio. bereits der Guidance für das Gesamtjahr entsprach. Zum Zeitpunkt des Q1-Berichts warnte das Management jedoch, dass die Geschäfte mit Ixiaro und Dukoral saisonabhängig seien und die Pläne für die Ixiaro-Lieferungen an das US-Verteidigungsministerium im Rahmen des im Januar angekündigten 59-Millionen-USD-Vertrags nicht abgeschlossen worden seien. Das Management verpflichtete sich, diese Aussage am 1. August im Q2-Bericht zu aktualisieren. Wir lassen unsere Prognosen unverändert. Unsere Annahme, dass Valneva eine 50%-ige Partnerschaft zur Finanzierung der VLA15-Phase-III-Studie eingehen wird, bleibt ebenso unverändert wie unser prognostizierter Zeitpunkt für die Markteinführung im Jahr 2025. Wir behalten unsere Kaufempfehlung sowie unser Kursziel von €5,50 bei.

Abbildung 2: Bewertungsmodell

Impfstoff	Projekt ¹⁾	Barwert	Ziel Bevolk.	Impfstoff Preis	Markt Größe	Penetrations Rate	Umsatz 2030	PACME Marge ²⁾	WACC Rate	Markteinführungszeit
Ixiaro	Japanische Enzephalitis	€685,1M	21.112K	€198	€4.80M	2,9%	€174,4M	49%	10%	-
Dukoral	Cholera & ETEC	€186,8M	56.000K	€40	€2.240M	2,3%	€9,7M	36%	10%	-
VLA84	Clostridium Difficile	€67,5M	60.000K	€248	€14.870M	2,2%	€326,1M	12%	10%	7 Jahre
VLA15	Lyme-Borreliose	€271,7M	120.000K	€135	€16.145M	3,2%	€331,7M	50%	10%	6 Jahre
VLA 1553	Chikungunya-Virus	€72,3M	25.000K	€164	€4.091M	22%	€107,2M	42%	10%	6 Jahre
VLA 1601	Zika-Virus	€56,1M	145.000K	€145	€20.959M	1,4%	€30,1M	7%	10%	6 Jahre
EB66 Zelllinie	Technologie-Plattform	€57,1M					€23,5M	21%	10%	-
PACME Barwert (BW)		€1.396,5M			€62.491M		€1.392,7M			
Kosten BW⁴⁾		€909,9M								
Nettobarwert		€486,6M								
Meilensteine, Produkte Dritter, BW		€72,2M								
Netto liquide Mittel (pro-forma)		€70,2M								
Fairer Wert		€629,0M								
Anzahl der Aktien (voll verwässert)		115.211K								
Kursziel		€5,50								

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

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

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

3) Verbleibende Patentlaufzeit nach dem Zeitpunkt der Genehmigung

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

Quelle: Valneva; First Berlin Equity Research



GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd EUR	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
Produktumsätze	61.545	80.428	92.619	103.476	115.793	128.365
Umsatz aus Kooperationen & Lizenzierung	16.814	13.634	12.672	9.559	11.152	11.152
Gesamtumsatz	78.359	94.062	105.291	113.035	126.945	139.517
Herstellungskosten	46.961	43.076	45.979	44.448	49.145	52.017
Rohertrag	31.398	50.986	59.312	68.587	77.800	87.500
Vertrieb & Marketing	9.121	16.639	17.875	20.930	23.000	24.500
Allgemeine Verwaltungskosten	14.394	14.412	15.545	16.932	18.500	18.500
Forschungs- und Entwicklungskosten	25.367	24.589	23.356	25.291	35.000	42.500
Abschreibungen auf immat. Vermögensw.	7.273	41.246	10.731	3.177	3.347	3.445
Sonstige betriebliche Aufwendungen/Erträge*	4.823	3.332	4.241	4.004	4.117	4.034
Außerordentliche Erträge aus einem Erwerb	13.183	0	0	0	0	0
Betriebsergebnis (EBIT)	-6.751	-42.568	-3.954	6.261	2.070	2.589
Nettofinanzergebnis	-13.642	-6.260	-8.606	-4.031	-1.821	-2.149
Assoziierte Unternehmen	0	0	0	1.122	0	0
Ergebnis vor Ertragsteuern	-20.393	-48.828	-12.560	3.351	249	440
Ertragsteuern	-224	-356	1.078	-88	-1.430	-1.859
Ergebnis nach Ertragsteuern	-20.617	-49.184	-11.482	3.264	-1.181	-1.419
Ergebnis je Aktie	-0,28	-0,66	-0,15	0,04	-0,02	-0,02
EBITDA**	-8.492	2.811	10.708	13.089	9.107	9.850

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

** Anmerkung 2: EBITDA in 2015 und 2016 werden um den einmaligen Gewinn aus Unternehmenskauf und die Wertminderung von immateriellen Vermögenswerten bereinigt.



BILANZ

Alle Angaben in Tsd EUR	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
Vermögen						
Umlaufvermögen, gesamt	116.383	91.197	83.448	125.972	121.010	221.908
Liquide Mittel	42.567	42.180	38.055	81.725	72.557	168.836
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	15.754	16.912	17.622	11.259	12.599	13.967
Vorräte	26.687	22.701	19.931	22.727	25.432	28.194
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	31.375	9.404	7.840	10.261	10.421	10.911
Anlagevermögen, gesamt	158.804	115.686	105.895	103.935	128.582	126.291
Sachanlagen	42.439	39.039	38.374	37.997	12.500	12.451
Nutzungsrechte an Leasingobjekten	0	0	0	0	51.000	50.062
Goodwill & immaterielle Vermögenswerte	98.567	58.959	48.468	44.891	42.744	40.711
Assoziierte Unternehmen	0	0	0	1.122	1.122	1.122
Sonstige Vermögenswerte	17.798	17.688	17.368	17.236	18.527	19.255
Latente Steueransprüche	0	0	1.686	2.689	2.689	2.689
Aktiva	275.187	206.883	189.343	229.907	249.592	348.199
Eigenkapital und Verbindlichkeiten						
Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt	46.362	38.890	37.674	42.944	32.440	37.108
Zinstragende Verbindlichkeiten (kurzfristig)	25.687	20.959	17.399	16.664	2.000	1.000
Verbind. aus Lieferungen und Leistungen	10.698	7.808	9.527	13.325	14.911	16.530
Sonstige kurzfr. Verbind. und Rückstellungen	2.664	2.439	2.896	2.041	2.284	2.532
Leasingverbindlichkeiten (kurzfristig)	0	0	0	865	2.000	4.580
Steuer- und mitarbeiterbezogene Verbind.	6.888	7.123	7.531	8.643	9.672	10.722
Steuerverbindlichkeiten (kurzfristig)	425	561	322	1.406	1.573	1.744
Langfristige Verbindlichkeiten, gesamt	84.490	67.942	59.000	43.777	75.147	79.595
Zinstragende Verbindlichkeiten (langfristig)	76.568	61.544	54.097	14.273	14.000	10.000
Leasingverbindlichkeiten (langfristig)	0	0	0	25.797	57.000	65.000
Passive latente Steuern	112	65	65	12	12	12
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	7.810	6.333	4.838	3.695	4.135	4.584
Eigenkapital	144.335	100.051	92.669	143.186	142.005	231.495
Passiva	275.187	206.883	189.343	229.907	249.592	348.198
Kennzahlen						
Current ratio (x)	1,62	2,34	2,22	2,93	3,73	5,98
Quick ratio (x)	1,24	1,76	1,69	2,40	2,95	5,22
Net gearing	41,4%	40,3%	36,1%	-35,5%	-39,8%	-68,2%
Buchwert je Aktie (€)	1,98	1,34	1,20	1,77	1,56	2,55
Eigenkapitalquote	52,4%	48,4%	48,9%	62,3%	56,9%	66,5%



CASHFLOWRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd EUR	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
Ergebnis nach Ertragsteuern	-20.617	-49.184	-11.482	3.264	-1.181	-1.419
Gesamtabschreibungen	11.442	11.269	11.141	6.828	7.037	7.261
Wertminderung von Vermögenswerten	0	34.109	3.568	0	0	0
Aktienbasierte Vergütung	1.018	1.428	811	1.887	0	0
Steuerrückstellungen	224	357	-1.078	88	0	0
Investitionen ins Working Capital	-14.585	3.032	4.199	3.955	-2.032	-1.810
Sonstige	2.690	5.494	5.670	286	0	0
Operativer Cashflow	-19.828	6.505	12.829	16.306	3.824	4.032
Investitionen in Sachanlagen	-1.726	-2.411	-2.890	-2.874	-1.193	-3.042
Investitionen in immaterielle Vermögenswerte	-792	-1.270	-1.148	-297	-1.200	-1.200
Freier Cashflow	-22.346	2.824	8.744	12.553	1.431	-210
Akquisitionen & Veräußerungen, netto	-24.180	15.279	-94	76	0	0
Zinserträge	133	3.290	72	178	0	0
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-26.565	14.888	-4.060	-2.917	-2.393	-4.242
FK- und Leasingfinanzierung, netto	22.185	-23.331	-5.311	-14.153	-10.599	5.580
EK-Finanzierung, netto	42.010	7.471	-147	49.263	0	90.909
Zinsaufwand	-4.506	-10.932	-4.980	-4.165	0	0
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	59.689	-26.792	-10.438	30.945	-10.599	96.489
Wechselkurseffekte & sonstige	-197	5.012	-2.456	-664	0	0
Veränderung der liquiden Mittel	13.099	-387	-4.125	43.670	-9.168	96.279
Cash und Äquiv. am Anfang der Periode	29.468	42.567	42.180	38.055	81.725	72.557
Cash und Äquiv. am Ende der Periode	42.567	42.180	38.055	81.725	72.557	168.836
EBITDA je Aktie	-0,12	0,04	0,14	0,16	0,10	0,11
Jährliches Wachstum						
Operativer Cashflow	n.a.	n.a.	97,2%	27,1%	-76,5%	5,4%
Freier Cashflow	n.a.	n.a.	209,6%	43,6%	-88,6%	n.a.
EBITDA je Aktie	n.a.	n.a.	267,2%	17,1%	-38,1%	8,2%

FIRST BERLIN ANLAGEEMPFEHLUNG- & KURSZIELHISTORIE

Bericht Nr.:	Tag der Veröffentlichung	Schlusskurs Vortag	Anlageempfehlung	Kursziel/Bewertung
Initial Report	26. April 2017	€ 2,52	Buy	€ 4,00
2...14	↓	↓	↓	↓
15	17. Januar 2019	€ 3,68	Buy	€ 5,50
16	25. Februar 2019	€ 3,16	Buy	€ 5,50
17	7. Mai 2019	€ 3,43	Buy	€ 5,50
18	Today	€ 3,23	Buy	€ 5,50

Ersteller: Simon Scholes, Analyst

Für die Erstellung verantwortliches Unternehmen:

First Berlin Equity Research GmbH

Mohrenstraße 34
10117 Berlin

Tel. +49 (0)30 - 80 93 96 94 Fax +49 (0)30 - 80 93 96 87

info@firstberlin.com

www.firstberlin.com

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

Copyright© 2019 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. § 34B WERTPAPIERHANDELSGESETZ (WPHG), GEM. DER VERORDNUNG (EU) NR. 596/2014 DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES VOM 16. APRIL 2014 ÜBER MARKTMISSBRAUCH (MARKTMISSBRAUCHSVERORDNUNG) UND GEM. DER FINANZANALYSE-VERORDNUNG (FINANV)

Die First Berlin Equity Research GmbH (im Folgenden: „First Berlin“) erstellt Finanzanalysen unter Berücksichtigung der einschlägigen regulatorischen Vorgaben, insbesondere des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG), der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und der Finanzanalyseverordnung (FinAnlV). Mit den nachfolgenden Erläuterungen informiert First Berlin Anleger über die gesetzlichen Vorgaben, die bei der Erstellung von Finanzanalysen zu beachten sind.

INTERESSENKONFLIKTE

Nach § 34b Abs. 1 WpHG und der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) dürfen Finanzanalysen nur dann weitergegeben oder öffentlich verbreitet werden, wenn Umstände oder Beziehungen, die bei den Erstellern, den für die Erstellung verantwortlichen juristischen Personen oder mit diesen verbundenen Unternehmen Interessenkonflikte begründen können, zusammen mit der Finanzanalyse offen gelegt werden.

First Berlin bietet ein Dienstleistungsspektrum an, das über die Erstellung von Finanzanalysen hinausgeht. Obwohl First Berlin darum bemüht ist, Interessenkonflikte nach Möglichkeit zu vermeiden, kann First Berlin mit dem analysierten Unternehmen strukturell insbesondere folgende, einen potentiellen Interessenkonflikt begründende, Beziehungen haben (weitere Informationen und Angaben können auf Anfrage zur Verfügung gestellt werden):

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

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

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

ANGABEN NACH WERTPAPIERHANDELSGESETZ (WPHG) §64: BESONDERE VERHALTENSREGELN BEI DER ERBRINGUNG VON ANLAGEBERATUNG UND FINANZPORTFOLIOVERWALTUNG; ERORDNUNGSERMÄCHTIGUNG (ZWEITES GESETZ ZUR NOVELLIERUNG VON FINANZMARKTVORSCHRIFTEN AUF GRUND EUROPÄISCHER RECHTSAKTE (ZWEITES FINANZMARKTNOVELLIERUNGSGESETZ - 2. FIMANOG) VOM 23. JUNI 2017, 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.

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 Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt

HAFTUNGSAUSSCHLUSS (DISCLAIMER)

ZUVERLÄSSIGKEIT VON INFORMATIONEN UND INFORMATIONQUELLEN

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

ZUVERLÄSSIGKEIT VON SCHÄTZUNGEN UND PROGNOSEN

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

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

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

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

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

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

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

KEIN ZUSTANDEKOMMEN VERTRAGLICHER SCHULDVERHÄLTNISSE

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

KEINE PFLICHT ZUR AKTUALISIERUNG

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

VERVIELFÄLTIGUNG

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

SALVATORISCHE KLAUSEL

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

ANWENDBARES RECHT, GERICHTSSTAND

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

KENNTNISNAHME VOM HAFTUNGSAUSSCHLUSS

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

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

QUALIFIZIERTE INSTITUTIONELLE INVESTOREN

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

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