

# Valneva SE

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

Update

## BEWERTUNG

### KURSZIEL

Aufwärtspotenzial  
 Risikobewertung

## BUY

€ 7,40

26,5%  
 High

## KURZFRISTIG REICHLICH POSITIVE NACHRICHTEN

Die stockende Erholung des internationalen Reiseverkehrs veranlasste das Management, im H1-Bericht die Guidance für die Produktsätze für das Geschäftsjahr 2020 weiter nach unten zu korrigieren. Die EBITDA-Guidance für das Gesamtjahr von €0 Mio. bis €40 Mio. liegt nun über dem Niveau von €-35 Mio. von Ende Februar, da das Unternehmen seine Erwartung hinsichtlich des Teils der €130 Mio. Vorauszahlung von Pfizer, der in diesem Jahr als Umsatz verbucht werden kann, von €10 Mio. - €30 Mio. auf €40 Mio. - €50 Mio. revidiert hat. Valneva dürfte in den nächsten Wochen und Monaten reichlich positive Nachrichten generieren. Diese beinhalten einen neuen Ixiaro-Vertrag mit dem US-Verteidigungsministerium (in Kürze zu erwarten); den Abschluss einer vollständigen Liefervereinbarung zwischen Valneva und der britischen Regierung für den SARS-CoV-2-Impfstoffkandidaten VLA2001, der voraussichtlich noch in diesem Jahr in klinische Studien aufgenommen wird; den Abschluss der Phase-III-Strategie für den Lyme-Borreliose-Impfstoffkandidaten VLA15; und die Einleitung der Phase-III-Studie des Chikungunya-Impfstoffkandidaten VLA1553 im vierten Quartal. Wir behalten unsere Kaufempfehlung sowie unser Kursziel von €7,40 bei.

**Pfizer-Deal-Umsatzbuchungen werden in H2/20 stark anziehen** Der H1/20-Umsatz von €47,9 Mio. (H1/19: €54,5 Mio.) lag 7,2% unter der Konsensprognose von €51,6 Mio. (siehe Abbildung 1 umseitig). Der Hauptgrund für das Defizit war der unerwartet geringe Beitrag aus Zusammenarbeit, Lizenzierung und Dienstleistungen, zu dem auch Einnahmen gehören, die im Zusammenhang mit der Vorauszahlung von Pfizer in Höhe von €130 Mio. in Q2/20 verbucht werden können. Vor den H1/20-Zahlen lautete die Management-Guidance für das Geschäftsjahr 2020 bezüglich der Vorauszahlung von Pfizer €10 bis €30 Mio. Der in Q2/20 gebuchte Betrag belief sich jedoch nur auf €1,3 Mio. Wie wir oben gesehen haben, strebt das Management aber nun einen Gesamtjahresumsatz aus dem Pfizer-Deal von €40 bis €50 Millionen an, was darauf hindeutet, dass diese Zahl im zweiten Halbjahr stark zunehmen wird. (b.w.)

## FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
Umsatz (€ Mio.)	94,06	105,29	113,04	126,20	129,31	142,50
Jährliches Wachstum	20,0%	11,9%	7,4%	11,6%	2,5%	10,2%
EBIT (€ Mio.)	-42,57	-3,95	6,26	-0,81	-12,88	-16,90
EBIT-Marge	na	na	5,5%	na	na	na
Jahresübers. (€ Mio.)	-49,18	-11,48	3,26	-2,30	-18,93	-20,38
EPS (verwässert) (€)	-0,66	-0,15	0,04	-0,02	-0,21	-0,21
DPS (€)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF (€ Mio.)	2,82	8,74	12,55	-5,36	55,25	-44,83
Nettoverschuldungsgrad	40,3%	36,1%	-35,5%	-28,2%	-80,1%	-66,5%
Liquide Mittel (€ Mio.)	42,18	38,06	81,72	64,44	149,84	142,63

## RISIKEN

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

## UNTERNEHMENSPROFIL

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

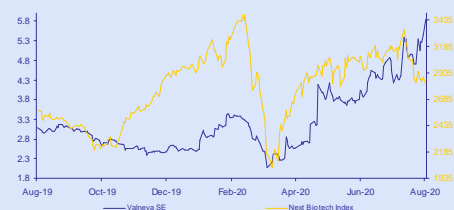
## HANDELSDATEN

Stand: 10. Aug 2020

Schlusskurs	€ 5,85
Aktien im Umlauf	90,92 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 531,86 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 2,07 / 5,85
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	237.187

Multiples	2019	2020E	2021E
KGV	n.a.	n.a.	n.a.
EV/Sales	4,4	4,3	3,9
EV/EBIT	n.a.	n.a.	n.a.
Div.-Rendite	0,0%	0,0%	0,0%

## KURSÜBERSICHT



## UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 30. Juni 2020

Liquide Mittel	€ 200,05 Mio.
Kurzfristige Vermögenswerte	€ 253,45 Mio.
Immaterielle Vermögenswerte	€ 39,47 Mio.
Bilanzsumme	€ 389,35 Mio.
Kurzfristige Verbindlichkeiten	€ 104,72 Mio.
Eigenkapital	€ 111,06 Mio.

## AKTIONÄRSSTRUKTUR

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

**Abbildung 1: H1/20-Ergebnisse gegenüber Konsensschätzungen**

€ Mio.	H1 20A	Consensus	% Δ	H1 20 FBe	% Δ	H1 19A	% Δ
Ixiaro-Umsatz	28,4	30,2	-6,0%	30,9	-8,1%	45,1	-37,0%
Dukoral-Umsatz	12,1	11,4	6,1%	11,7	3,4%	15,2	-20,4%
Sonstige Umsätze	0,4	0,2	100,0%	0,2	100,0%	1,4	-71,4%
<b>Gesamtproduktumsatz</b>	<b>40,9</b>	<b>41,8</b>	<b>-2,2%</b>	<b>42,8</b>	<b>-4,4%</b>	<b>62,5</b>	<b>-34,6%</b>
Umsätze aus Kooperationen, Lizenzierung u. Dienstleistungen	7,0	9,8	-5,0%	11,7	-7,7%	-8,0	n.a.
<b>Gesamtumsatz</b>	<b>47,9</b>	<b>51,6</b>	<b>-7,2%</b>	<b>54,5</b>	<b>-12,1%</b>	<b>54,5</b>	<b>-12,1%</b>
F&E-Kosten	33,0	29,3	12,6%	28,3	16,6%	14,1	134,0%
<b>EBITDA</b>	<b>-17,2</b>	<b>-11,0</b>	<b>n.a.</b>	<b>-5,6</b>	<b>n.a.</b>	<b>2,4</b>	<b>n.a.</b>
Nettogewinn	-25,6	-17,0	n.a.	-13,2	n.a.	-2,4	n.a.

Quelle: Valneva; First Berlin Equity Research Schätzungen

Die F&E-Kosten in H1/20 lagen mit €33 Mio. mehr als doppelt so hoch wie im Vorjahr und 12,6% über der Konsensschätzung, da höhere Investitionen in die Lyme- und Chikungunya-Impfstoffkandidaten getätigt wurden.

#### Neuer Ixiaro-Vertrag mit dem US-Verteidigungsministerium in Kürze erwartet

Niedriger als erwartete Einnahmen aus dem Pfizer-Deal und höher als erwartete F&E-Aufwendungen erklären den größten Teil der Differenz von €6,2 Mio. zwischen dem ausgewiesenen EBITDA von €-17,2 Mio. (H1/19: €-2,4 Mio) und der Konsensschätzung von €-11,0 Mio. Die neue Guidance für das GJ/20 für die Produktumsätze von €70 bis €80 Mio. (siehe Abbildung 2 unten) impliziert einen H2/20-Wert von €29,1 bis €39,1 Mio. Der H1/20-Wert teilt sich in €32,7 Mio. in Q1/20 und €8,2 Mio. in Q2/20. Der Haupttreiber für die implizite Verbesserung des Produktumsatzes in H2/20 wird voraussichtlich der Ixiaro-Vertrag mit dem US-Verteidigungsministerium sein. Das Management erklärte während der Telefonkonferenz zu H1/20, dass das untere Ende der Produktumsatzguidance nur eine geringe Erholung der privaten Impfstoffumsätze impliziert. In H1/20 schloss Valneva die Lieferungen gemäß den Bedingungen des mit dem US-Verteidigungsministerium unterzeichneten Vertrags vom Januar 2019 ab. Anfang dieses Jahres gab das Verteidigungsministerium Valneva eine Aufforderung zur Angebotsabgabe für die weitere Lieferung des Impfstoffs heraus. Valneva erwartet, dass ein neuer Vertrag mit dem Verteidigungsministerium unmittelbar unterzeichnet wird. Der neue Vertrag wird voraussichtlich eine Laufzeit von drei Jahren haben (ein Basisjahr und ein optionales Jahr).

**Abbildung 2: Entwicklung der Guidance von Valneva für das GJ 2020 seit Veröffentlichung der Ergebnisse 2019**

	2019 Ergebnisse (27.02.2020)	Covid-19 Guidance (24.03.2020)	Auswirkung des Pfizer-Deals (30.04.2020)	Q1-Bericht	H1-Bericht
Produktumsätze	€125 Mio. - €135 Mio.	€85 Mio. - €115 Mio.	-	€75 Mio. - €95 Mio.	€70 Mio. - €80 Mio.
Umsätze aus Kooperationen, Lizenzierung u. Dienstleistungen	€10 Mio.	€10 Mio.	Δ €10 Mio. - €30 Mio.	€20 Mio. - €40 Mio.	€50 Mio. - €60 Mio.
<b>Gesamtumsatz</b>	<b>€135 Mio. - €145 Mio.</b>	<b>€95 Mio. - €125 Mio.</b>	-	<b>€95 Mio. - €135 Mio.</b>	<b>€120 Mio. - €140 Mio.</b>
Forschung und Entwicklungskosten	Bis €85 Mio.	Bis €80 Mio.	-	Bis €80 Mio.	Bis €80 Mio.
Bruttomarge auf Produktumsätze	~65%	~65%	-	~65%	~60%
EBITDA	Bis €-35 Mio.	Bis €-50 Mio.	Δ €10 Mio. - €30 Mio.	€-10 Mio. - €-30 Mio.	€0 Mio. - €-10 Mio.

Quelle: Valneva

**Abschluss der Phase-III-Strategie für VLA15 (Lyme) folgt den Ergebnissen der zweiten Phase-II-Studie** Im Juli berichtete Valneva über positive Ergebnisse von VLA15-201, der ersten von zwei Phase-II-Studien ihres Lyme-Impfstoffkandidaten VLA15. Die Ergebnisse der zweiten Studie, VLA15-202, sollen noch in diesem Jahr vorliegen. Sofern diese Ergebnisse ebenfalls positiv sind, wird in Absprache mit Pfizer und der FDA eine Strategie für die Phase-III-Studie festgelegt.



**Beginn der Phase-III-Studie VLA1553 (Chikungunya) in Q4/20** Das Management hatte ursprünglich erwartet, dass die Phase-III-Studie des Chikungunya-Impfstoffkandidaten VLA1553 ab Mitte dieses Jahres beginnen wird. Nach dem Ausbruch von SARS-CoV-2 gab das Unternehmen jedoch im März bekannt, dass dieser Zeitpunkt auf das vierte Quartal 20 verschoben wurde. Das Management hat diese Guidance im H1/20-Bericht beibehalten.

**Abschluss des SARS-CoV-2-Impfstoff-Liefervertrags mit Großbritannien in den nächsten Wochen erwartet** Im vergangenen Monat gab Valneva eine grundsätzliche Vereinbarung mit der britischen Regierung bekannt, bis zu 100 Millionen Dosen ihres SARS-CoV-2-Impfstoffkandidaten VLA2001 zu liefern. Valneva und die britische Regierung haben jetzt eine verbindliche vorläufige Vereinbarung getroffen, durch die die Regierung eine Anfangsfinanzierung von über £10 Mio. zur Unterstützung des Ausbaus der in Großbritannien ansässigen Produktionsstätten von Valneva bereitstellen wird. Valneva und die britische Regierung streben an, in den nächsten Wochen eine vollständige Liefervereinbarung abzuschließen, die weitere Investitionen in die Herstellung und klinische Studien umfasst.

**Die Nettoverschuldung/Cash-Position verbesserte sich in H1/20 um fast €100 Mio.** Im Juni erhielt Valneva von Pfizer eine Vorauszahlung in Höhe von USD130 Mio. im Zusammenhang mit der Zusammenarbeit der beiden Unternehmen bei der gemeinsamen Entwicklung und Vermarktung des Impfstoffkandidaten gegen Lyme-Borreliose, VLA15. Aufgrund dieser Zahlung wurde die Nettoverschuldung von Valneva (einschließlich Leasingverbindlichkeiten) von €20,8 Mio. Ende 2019 zu einer Nettobarposition von €87,1 Mio. Ende Juni.

### Abbildung 3: Änderungen an unseren Schätzungen

Alle Angaben in Tsd EUR	2020E			2021E		
	Alt	Neu	% Δ	Alt	Neu	% Δ
Produktumsätze	86.000	76.342	-11,2%	109.500	100.500	-8,2%
Umsätze aus Kooperationen, Lizenzierung und Dienstleistungen	30.019	52.965	76,4%	40.720	42.000	3,1%
<b>Gesamtumsatz</b>	<b>116.019</b>	<b>129.307</b>	<b>11,5%</b>	<b>150.220</b>	<b>142.500</b>	<b>-5,1%</b>
Rohertrag	76.452	90.855	18,8%	104.513	94.725	-9,4%
Marge (%)	65,9%	70,3%	-	69,6%	66,5%	-
Vertrieb & Marketing	-21.562	-19.250	-	-24.090	-20.625	-
Allgemeine Verwaltungskosten	-18.445	-18.009	-	-20.500	-19.000	-
Forschung und Entwicklungskosten	-60.280	-73.047	-	-72.200	-75.000	-
Abschreibungen auf immat. Vermögenswerte	-2.881	-2.880	-	-3.475	-3.000	-
Sonstige betriebliche Aufw./Erträge, Netto	6.692	9.453	41,3%	5.678	6.000	5,7%
<b>EBIT</b>	<b>-20.024</b>	<b>-12.878</b>	<b>-</b>	<b>-10.074</b>	<b>-16.900</b>	<b>-</b>
Marge (%)	n.a.	n.a.	-	n.a.	n.a.	-
Nettofinanzergebnis	-1.890	-7.810	-	-1.600	-3.480	-
<b>Gewinn vor Steuern</b>	<b>-21.914</b>	<b>-20.688</b>	<b>-</b>	<b>-11.674</b>	<b>-20.380</b>	<b>-</b>
Steuern	0	1.759	n.a.	0	0	-
<b>Nettogewinn</b>	<b>-21.914</b>	<b>-18.929</b>	<b>-</b>	<b>-11.674</b>	<b>-20.380</b>	<b>-</b>
<b>EPS (in EUR)</b>	<b>-0,24</b>	<b>-0,21</b>	<b>-</b>	<b>-0,13</b>	<b>-0,21</b>	<b>-</b>
<b>EBITDA</b>	<b>-10.824</b>	<b>-3.678</b>	<b>-</b>	<b>-3.396</b>	<b>-10.292</b>	<b>-</b>

Quelle: Valneva; First Berlin Equity Research Schätzungen



**Wir behalten unsere Kaufempfehlung sowie unser Kursziel von €7,40 bei** Abbildung 3 zeigt Änderungen unserer Prognosen. Unsere EBIT-Prognose für 2020 steigt aufgrund der Erhöhung der Guidance bezüglich der Umsatzauswirkungen des Pfizer-Deals auf das Geschäftsjahr 2020 von €10 bis €30 Mio. auf €40 bis €50 Mio. Das Management schrieb im H1/20-Bericht, dass SARS-CoV-2 bedeuten könnte, dass die Produktumsätze erst 2022 auf das Niveau von 2019 zurückkehren werden. Vor diesem Hintergrund haben wir unsere Prognosen für 2021 reduziert. Die Nettoauswirkungen dieser Änderungen lassen unser Kursziel unverändert bei €7,40. Wir behalten unsere Kaufempfehlung bei.

**Abbildung 4: Bewertungsmodell**

Impfstoff	Projekt <sup>1)</sup>	Barwert	Ziel Bevölk.	Impfstoff Preis	Markt Größe	Penetrations Rate	Umsatz 2030	PACME Marge <sup>2)</sup>	WACC Rate	Marktein- führungs- Zeit
Ixiaro	Japanische Enzephalitis	€603,2M	21.112K	€198	€4.180M	2,3%	€162,8M	41%	10%	-
Dukoral	Cholera & ETEC	€102,0M	56.000K	€40	€2.240M	1,1%	€3,1M	31%	10%	-
VLA84	Clostridium Difficile	€28,9M	60.000K	€248	€14.870M	2,2%	€407,6M	12%	15%	8 Jahre
VLA15	Lyme-Borreliose	€254,4M	120.000K	€135	€16.145M	2,8%	€580,6M	19%	10%	5 Jahre
VLA 1553	Chikungunya-Virus	€196,8M	25.000K	€164	€4.091M	22%	€109,9M	42%	10%	3 Jahre
VLA 1601	Zika-Virus	€34,4M	145.000K	€145	€20.959M	1,4%	€30,1M	7%	15%	8 Jahre
VLA 2001	SARS-CoV-2	€95,2M	60.000K	€ 8	n.a.	n.a.	n.a.	60%	10%	2 Jahre
EB66 Zelllinie	Technologie-Plattform	€27,2M					€19,7M	16%	10%	-
<b>PACME Barwert (BW)</b>		<b>€1.342,1M</b>			<b>€62.491M</b>		<b>€1.683,6M</b>			
Kosten BW <sup>4)</sup>		€829,0M								
<b>Nettobarwert</b>		<b>€513,1M</b>								
Meilensteine, Produkte Dritter, BW		€85,0M								
Netto liquide Mittel (pro-forma)		€128,9M								
Fairer Wert		€726,9M								
Anzahl der Aktien (voll verwässert)		98.248K								
<b>Kursziel</b>		<b>€7,40</b>								

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

2) PACME (Gewinn nach Kosten- und Marketingaufwand) spiegelt den Gewinnanteil des Unternehmens an zukünftigen Erträgen wider. Dieser Anteil kann in Form von Lizenzgebühren (Outsourcing Marketing / Herstellung) oder die operative EBITDA-Marge (Inhouse-Modell), oder beiden (abhängig von den spezifischen Parametern der Kooperationsvereinbarung) abgeleitet werden

3) Verbleibende Patentlaufzeit nach dem Zeitpunkt der Genehmigung

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

Quelle: First Berlin Equity Research Schätzungen



## GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd EUR	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
Produktumsätze	80.428	92.619	103.476	129.511	76.342	100.500
Umsatz aus Kooperationen & Lizenzierung	13.634	12.672	9.559	-3.315	52.965	42.000
<b>Gesamtumsatz</b>	<b>94.062</b>	<b>105.291</b>	<b>113.035</b>	<b>126.196</b>	<b>129.307</b>	<b>142.500</b>
Herstellungskosten	-43.076	-45.979	-44.448	-49.968	-38.452	-47.775
<b>Rohertrag</b>	<b>50.986</b>	<b>59.312</b>	<b>68.587</b>	<b>76.228</b>	<b>90.855</b>	<b>94.725</b>
Vertrieb & Marketing	-16.639	-17.875	-20.930	-24.145	-19.250	-20.625
Allgemeine Verwaltungskosten	-14.412	-15.545	-16.932	-18.398	-18.009	-19.000
Forschungs- und Entwicklungskosten	-24.589	-23.356	-25.291	-37.883	-73.047	-75.000
Abschreibungen auf immat. Vermögensw.	-41.246	-10.731	-3.177	-2.952	-2.880	-3.000
Sonstige betriebliche Aufwendungen/Erträge*	3.332	4.241	4.004	6.339	9.453	6.000
Außerordentliche Erträge aus einem Erwerb	0	0	0	0	0	0
<b>Betriebsergebnis (EBIT)</b>	<b>-42.568</b>	<b>-3.954</b>	<b>6.261</b>	<b>-811</b>	<b>-12.878</b>	<b>-16.900</b>
Nettofinanzergebnis	-6.260	-8.606	-4.031	-1.633	-8.300	-5.480
Assoziierte Unternehmen	0	0	1.122	1.574	490	2.000
<b>Ergebnis vor Ertragsteuern</b>	<b>-48.828</b>	<b>-12.560</b>	<b>3.351</b>	<b>-870</b>	<b>-20.688</b>	<b>-20.380</b>
Ertragsteuern	-356	1.078	-88	-1.430	1.759	0
<b>Ergebnis nach Ertragsteuern</b>	<b>-49.184</b>	<b>-11.482</b>	<b>3.264</b>	<b>-2.300</b>	<b>-18.929</b>	<b>-20.380</b>
<b>Ergebnis je Aktie</b>	<b>-0,66</b>	<b>-0,15</b>	<b>0,04</b>	<b>-0,02</b>	<b>-0,21</b>	<b>-0,21</b>
<b>EBITDA**</b>	<b>2.811</b>	<b>10.708</b>	<b>13.089</b>	<b>7.800</b>	<b>-3.678</b>	<b>-10.292</b>

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

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

### Margen in %

Bruttomarge	54,2%	56,3%	60,7%	60,4%	70,3%	66,5%
EBITDA-Marge	3,0%	10,2%	11,6%	6,2%	-2,8%	-7,2%
EBIT-Marge	n.a.	n.a.	n.a.	-0,6%	-10,0%	-11,9%
Nettomarge	n.a.	n.a.	2,9%	n.a.	n.a.	n.a.

### Ausgaben in % von Umsatz

Vertrieb & Marketing	-17,7%	-17,0%	-18,5%	-19,1%	-14,9%	-14,5%
Allgemeine Verwaltungskosten	-15,3%	-14,8%	-15,0%	-14,6%	-13,9%	-13,3%
Forschungs- und Entwicklungskosten	-26,1%	-22,2%	-22,4%	-30,0%	-56,5%	-52,6%

### Jährliches Wachstum

Produktumsätze	30,7%	15,2%	11,7%	25,2%	-41,1%	31,6%
Gesamtumsatz	20,0%	11,9%	7,4%	11,6%	2,5%	10,2%
Betriebsergebnis (EBIT)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Ergebnis nach Ertragsteuern	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.



## BILANZ

Alle Angaben in Tsd EUR	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
<b><u>Vermögen</u></b>						
<b>Umlaufvermögen, gesamt</b>	<b>91.197</b>	<b>83.448</b>	<b>125.972</b>	<b>129.162</b>	<b>219.002</b>	<b>210.655</b>
Liquide Mittel	42.180	38.055	81.725	64.439	149.836	142.634
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	16.912	17.622	11.259	24.030	15.268	16.080
Vorräte	22.701	19.931	22.727	25.772	30.537	30.150
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	9.404	7.840	10.261	14.921	23.360	21.791
<b>Anlagevermögen, gesamt</b>	<b>115.686</b>	<b>105.895</b>	<b>103.935</b>	<b>135.562</b>	<b>128.194</b>	<b>135.061</b>
Sachanlagen	39.039	38.374	37.997	20.003	17.559	20.100
Nutzungsrechte an Leasingobjekten	0	0	0	49.334	48.000	50.000
Goodwill & immaterielle Vermögenswerte	58.959	48.468	44.891	41.813	39.141	38.133
Assoziierte Unternehmen	0	0	1.122	2.263	2.753	4.753
Sonstige Vermögenswerte	17.688	17.368	17.236	17.161	13.742	15.075
Latente Steueransprüche	0	1.686	2.689	4.988	7.000	7.000
<b>Aktiva</b>	<b>206.883</b>	<b>189.343</b>	<b>229.907</b>	<b>264.723</b>	<b>347.196</b>	<b>345.716</b>
<b><u>Eigenkapital und Verbindlichkeiten</u></b>						
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt</b>	<b>38.890</b>	<b>37.674</b>	<b>42.944</b>	<b>41.300</b>	<b>75.446</b>	<b>77.518</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten	20.959	17.399	16.664	1.999	7.823	0
Verbind. aus Lieferungen und Leistungen	7.808	9.527	13.325	16.567	20.612	27.135
Sonstige kurzfr. Verbind. und Rückstellungen	2.439	2.896	2.041	7.344	2.290	3.015
Leasingverbindlichkeiten	0	0	865	2.308	1.360	1.791
Steuer- und mitarbeiterbezogene Verbind.	7.123	7.531	8.643	10.624	10.688	12.060
Steuerverbindlichkeiten	561	322	1.406	2.458	2.672	3.518
Vertrags- u. Rückerstattungsverbindlichkeiten	0	0	0	0	30.000	30.000
<b>Langfristige Verbindlichkeiten, gesamt</b>	<b>67.942</b>	<b>59.000</b>	<b>43.777</b>	<b>88.270</b>	<b>153.514</b>	<b>124.887</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten	61.544	54.097	14.273	24.317	47.326	47.326
Leasingverbindlichkeiten	0	0	25.797	56.592	55.000	55.000
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	6.398	4.903	3.707	7.361	4.339	5.712
Vertrags- u. Rückerstattungsverbindlichkeiten	0	0	0	0	46.849	16.849
<b>Eigenkapital</b>	<b>100.051</b>	<b>92.669</b>	<b>143.186</b>	<b>135.153</b>	<b>118.237</b>	<b>143.311</b>
<b>Passiva</b>	<b>206.883</b>	<b>189.343</b>	<b>229.907</b>	<b>264.723</b>	<b>347.196</b>	<b>345.716</b>
<b><u>Kennzahlen</u></b>						
Current ratio (x)	2,34	2,22	2,93	3,13	2,90	2,72
Quick ratio (x)	1,76	1,69	2,40	2,50	2,50	2,33
Nettoverschuldungsgrad	40,3%	36,1%	-35,5%	-28,2%	-80,1%	-66,5%
Buchwert je Aktie (€)	1,34	1,20	1,77	1,49	1,30	1,58
Eigenkapitalquote	48,4%	48,9%	62,3%	51,1%	34,1%	41,5%



## CASHFLOWRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd EUR	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
<b>Ergebnis nach Ertragsteuern</b>	<b>-49.184</b>	<b>-11.482</b>	<b>3.264</b>	<b>-1.744</b>	<b>-18.929</b>	<b>-20.380</b>
Gesamtabschreibungen	11.269	11.141	6.828	8.532	9.200	6.608
Wertminderung von Vermögenswerten	34.109	3.568	0	75	0	0
Aktienbasierte Vergütung	1.428	811	1.887	2.552	0	0
Steuerrückstellungen	357	-1.078	88	874	0	0
Investitionen ins Working Capital	3.032	4.199	3.955	-6.682	-5.982	9.080
Rechnungsabgrenzungsposten	0	0	0	0	76.849	-30.000
Sonstige	5.494	5.670	286	1.922	-1.800	-2.000
<b>Operativer Cashflow</b>	<b>6.505</b>	<b>12.829</b>	<b>16.306</b>	<b>5.529</b>	<b>59.338</b>	<b>-36.692</b>
Investitionen in Sachanlagen	-2.411	-2.890	-2.874	-10.502	-1.584	-5.642
Investitionen in immaterielle Vermögenswerte	-1.270	-1.148	-297	-382	-2.500	-2.500
<b>Freier Cashflow</b>	<b>2.824</b>	<b>8.744</b>	<b>12.553</b>	<b>-5.355</b>	<b>55.254</b>	<b>-44.834</b>
Akquisitionen & Veräußerungen, netto	15.279	-94	76	0	0	0
Zinserträge	3.290	72	178	199	0	0
<b>Cashflow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>14.888</b>	<b>-4.060</b>	<b>-2.917</b>	<b>-10.685</b>	<b>-4.084</b>	<b>-8.142</b>
FK- und Leasingfinanzierung, netto	-23.331	-5.311	-14.153	-7.253	28.833	-7.823
EK-Finanzierung, netto	7.471	-147	49.263	-2.463	0	45.455
Zinsaufwand	-10.932	-4.980	-4.165	-2.621	0	0
<b>Cashflow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>-26.792</b>	<b>-10.438</b>	<b>30.945</b>	<b>-12.337</b>	<b>28.833</b>	<b>37.632</b>
Wechselkurseffekte & sonstige	5.012	-2.456	-664	207	1.310	0
<b>Veränderung der liquiden Mittel</b>	<b>-387</b>	<b>-4.125</b>	<b>43.670</b>	<b>-17.286</b>	<b>85.397</b>	<b>-7.202</b>
Cash und Äquiv. am Anfang der Periode	42.567	42.180	38.055	81.725	64.439	149.836
<b>Cash und Äquiv. am Ende der Periode</b>	<b>42.180</b>	<b>38.055</b>	<b>81.725</b>	<b>64.439</b>	<b>149.836</b>	<b>142.634</b>
<b>EBITDA je Aktie</b>	<b>0,04</b>	<b>0,14</b>	<b>0,16</b>	<b>0,09</b>	<b>-0,04</b>	<b>-0,04</b>
<b>Jährliches Wachstum</b>						
Operativer Cashflow	n.a.	97,2%	27,1%	-66,1%	973,2%	n.a.
Freier Cashflow	n.a.	209,6%	43,6%	n.a.	n.a.	n.a.
EBITDA je Aktie	n.a.	267,2%	17,1%	-47,0%	n.a.	n.a.

## Imprint / Disclaimer

### First Berlin Equity Research

First Berlin Equity Research GmbH ist ein von der BaFin betreffend die Einhaltung der Pflichten des §85 Abs. 1 S. 1 WpHG, des Art. 20 Abs. 1 Marktmissbrauchsverordnung (MAR) und der Markets Financial Instruments Directive (MiFID) II, Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) II Durchführungsverordnung und der Markets in Financial Instruments Regulations (MiFIR) beaufsichtigtes Unternehmen.

First Berlin Equity Research GmbH is one of the companies monitored by BaFin with regard to its compliance with the requirements of Section 85 (1) sentence 1 of the German Securities Trading Act [WpHG], art. 20 (1) Market Abuse Regulation (MAR) and Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) II, Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) II Commission Delegated Regulation and Markets in Financial Instruments Regulations (MiFIR).

Anschrift:

First Berlin Equity Research GmbH

Mohrenstr. 34

10117 Berlin

Germany

Vertreten durch den Geschäftsführer: Martin Bailey

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

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

E-Mail: [info@firstberlin.com](mailto:info@firstberlin.com)

Amtsgericht Berlin Charlottenburg HR B 103329 B

UST-Id.: 251601797

Ggf. Inhaltlich Verantwortlicher gem. § 6 MDSStV

First Berlin Equity Research GmbH

**Ersteller: Simon Scholes, Analyst**

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

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

Die Erstellung dieser Empfehlung wurde am 11. August 2020 um 11:02 Uhr abgeschlossen.

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

**Copyright© 2020 First Berlin Equity Research GmbH.** Kein Teil dieser Finanzanalyse darf ohne vorherige schriftliche Genehmigung durch die First Berlin Equity Research GmbH kopiert, fotokopiert, vervielfältigt oder weiterverbreitet werden, gleich in welcher Form und durch welches Medium. Bei Zitaten ist die First Berlin Equity Research GmbH als Quelle anzugeben. Weitere Informationen sind auf Anfrage erhältlich.

### **ANGABEN GEM. § 85 ABS. 1 S. 1 WPHG, ART. 20 ABS. 1 DER VERORDNUNG (EU) NR. 596/2014 DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES VOM 16. APRIL 2014 ÜBER MARKTMISSBRAUCH (MARKTMISSBRAUCHSVERORDNUNG) UND GEM. ART. 37 DER DURCHFÜHRUNGSVERORDNUNG (EU) NR. 2017/565 (MIFID) II.**

Die First Berlin Equity Research GmbH (im Folgenden: „First Berlin“) erstellt Finanzanalysen unter Berücksichtigung der einschlägigen regulatorischen Vorgaben, insbesondere § 85 Abs. 1 S. 1 WpHG, Art. 20 Abs. 1 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und gem. Art. 37 der Durchführungsverordnung (EU) Nr. 2017/565 (MiFID) II. Mit den nachfolgenden Erläuterungen informiert First Berlin Anleger über die gesetzlichen Vorgaben, die bei der Erstellung von Finanzanalysen zu beachten sind.

### **INTERESSENKONFLIKTE**

Nach Art. 37 Abs. 1 der Durchführungsverordnung (EU) Nr. 2017/565 (MiFID) II und Art. 20 Abs. 1 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (MAR) müssen Wertpapierfirmen, die Finanzanalysen erstellen oder erstellen lassen, die im Anschluss unter den Kunden der Wertpapierfirma oder in der Öffentlichkeit verbreitet werden sollen oder aller Wahrscheinlichkeit nach verbreitet werden, sicherstellen, dass in Bezug auf die an der Erstellung dieser Analysen beteiligten Finanzanalysten sowie in Bezug auf andere relevante Personen, deren Aufgaben oder Geschäftsinteressen mit den Interessen der Personen, an die die Finanzanalysen weitergegeben werden, kollidieren könnten, alle in Art. 34 Abs. 3 VO (EU) 2017/565 genannten Maßnahmen getroffen werden. Nach Art. 34 Abs. 3 VO (EU) 2017/565 müssen die gem. Art. 34 Abs. 2 Buchst. b) VO (EU) 2017/565 zur Verhinderung oder Bewältigung von Interessenkonflikten festgelegten Maßnahmen und Verfahren, so ausgestaltet werden, dass die relevanten Personen, die mit den Tätigkeiten befasst sind, bei den Interessenkonflikten bestehen, diese Tätigkeiten mit dem Grad an Unabhängigkeit ausführen, der der Größe und dem Betätigungsfeld der Wertpapierfirma und der Gruppe, der die Wertpapierfirma angehört, sowie der Höhe des Risikos, dass die Interessen der Kunden geschädigt werden, angemessen ist

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

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



- Der Ersteller, First Berlin, oder ein mit First Berlin verbundenes Unternehmen hat anderweitige bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen;

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

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

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

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

**STICHTAGE VON KURSEN**

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

**ABSTIMMUNG MIT DEM ANALYSIERTEN UNTERNEHMEN UND EINFLUSSNAHME**

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

**ANLAGEBEWERTUNGSSYSTEM**

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

**ANLAGEEMPFEHLUNG**

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

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

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

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

**RISIKOBEWERTUNG**

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

**ANLAGEEMPFEHLUNG- & KURSZIELHISTORIE**

Bericht Nr.:	Tag der Veröffentlichung	Schlusskurs Vortag	Anlageempfehlung	Kursziel/Bewertung
Initial Report	26. April 2017	€ 2,52	Buy	€ 4,00
2...17	↓	↓	↓	↓
18	7. Mai 2019	€ 3,43	Buy	€ 5,50
19	25. Juni 2019	€ 3,23	Buy	€ 5,50
20	2. August 2019	€ 3,09	Buy	€ 6,00
21	5. November 2019	€ 2,56	Buy	€ 6,00
22	2. März 2020	€ 2,81	Buy	€ 6,00
23	31. März 2020	€ 2,30	Buy	€ 5,60
24	12. Mai 2020	€ 4,22	Buy	€ 6,90
25	28. Juli 2020	€ 4,96	Buy	€ 7,40
26	Heute	€ 5,85	Buy	€ 7,40

### ANLAGEHORIZONT

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

### AKTUALISIERUNG

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

### ÄNDERUNGSVORBEHALT

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

#### Die gesetzlich erforderlichen Angaben über

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

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

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

## HAFTUNGSAUSSCHLUSS (DISCLAIMER)

### ZUVERLÄSSIGKEIT VON INFORMATIONEN UND INFORMATIONSQUELLEN

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

### ZUVERLÄSSIGKEIT VON SCHÄTZUNGEN UND PROGNOSEN

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

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

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

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

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

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

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

### KEIN ZUSTANDEKOMMEN VERTRAGLICHER SCHULDVERHÄLTNISSE

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

### KEINE PFLICHT ZUR AKTUALISIERUNG

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

### VERVIELFÄLTIGUNG

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

**SALVATORISCHE KLAUSEL**

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

**ANWENDBARES RECHT, GERICHTSSTAND**

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

**KENNTNISNAHME VOM HAFTUNGSAUSSCHLUSS**

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

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

**QUALIFIZIERTE INSTITUTIONELLE INVESTOREN**

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

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