

# Valneva SE

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

Update

## BEWERTUNG

### KURSZIEL

Aufwärtspotenzial  
 Risikobewertung

## BUY

€ 8,10

181,6%  
 High

## STARKES Q1; WIR SEHEN DEN LYME-MARKT IN DER SPITZE BEI >USD2 MRD.

Die Produktumsätze in Q1/25 stiegen um 51,2 % auf €48,6 Mio. (Q1/24: €32,4 Mio.), was vor allem auf das Ausbleiben von Lieferengpässen zurückzuführen ist, die den Absatz von Ixiaro und Produkten anderer Hersteller im Vorjahresquartal behindert hatten. Eine verbesserte Bruttomarge und eine strenge Kostenkontrolle verringerten den operativen Mittelabfluss auf €-8,1 Mio. (Q1/24: €-28,4 Mio). Für das Gesamtjahr rechnet das Management mit einem operativen Mittelabfluss von unter €30 Mio. (GJ/24: €67,2 Mio.). Ende Q1/25 betrug der Barmittelbestand €153 Mio. Nach Angaben des Managements reicht die Liquiditätsreserve bis zum erwarteten ersten kommerziellen Verkauf des Borreliose-Impfstoffkandidaten VLA15 im Jahr 2027. Wir glauben, dass VLA15 Valneva profitabel machen wird. Wir erwarten außerdem, dass die Kommerzialisierung von VLA15 im Jahr 2027 Meilensteinzahlungen in Höhe von insgesamt USD143 Mio. vom Partner Pfizer auslösen wird. Darüber hinaus kann Valneva mit Meilensteinzahlungen in Höhe von USD100 Mio. rechnen, die von kumulativen VLA15-Verkaufszahlen abhängen, sowie mit Lizenzgebühren zwischen 14% und 22%. Derzeit gibt es keinen Impfstoff zur Vorbeugung der Lyme-Borreliose beim Menschen. Pfizer und Valneva schätzen den weltweiten Markt für einen Borreliose-Impfstoff derzeit auf über USD1 Mrd. Wir halten diese Zahl für zu konservativ. Da die Ergebnisse der VLA15-Phase-3-Studie bis Ende dieses Jahres erwartet werden, haben wir unsere Prognosen für den Impfstoffkandidaten überarbeitet. Ausgehend von einer anspruchsberechtigten Bevölkerung in den endemischen Regionen der USA und der EU von ca. 70 Mio. bzw. 162 Mio. Menschen, einem Durchschnittspreis pro Impfung von USD72 und einer Marktdurchdringung von 10% kommen wir zu einem Spitzenwert für den Lyme-Impfstoffmarkt von über USD2 Mrd. Die Erhöhung unserer Bewertung von VLA15 wiegt die Abwärtsanpassung unserer Bewertung von Valnevas Chikungunya-Impfstoff IXCHIQ auf, die durch die langsamer als erwartet verlaufende Akzeptanz verursacht wurde. Wir erhöhen unser Kursziel auf €8,10 (zuvor: €7,70). Die Kaufempfehlung bleibt bei Kaufen. Kurspotenzial: 182%. (b.w.)

## FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Umsatz (€ Mio.)	361,3	153,7	169,6	186,1	203,3	466,7
Jährliches Wachstum	3,8%	-57,5%	10,3%	9,7%	9,3%	129,5%
EBIT (€ Mio.)	-113,4	-82,1	13,3	-59,9	-34,8	182,1
EBIT-Marge	na	na	7,9%	na	na	39,0%
Jahresübers. (€ Mio.)	-143,3	-101,4	-12,2	-79,0	-49,5	153,4
EPS (verwässert) (€)	-1,24	-0,73	-0,08	-0,48	-0,30	0,92
DPS (€)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF (€ Mio.)	-274,7	-217,1	-83,7	-44,5	-21,8	151,1
Nettoverschuldungsgrad	-62,4%	64,5%	26,5%	76,9%	182,5%	-4,4%
Liquide Mittel (€ Mio.)	289,4	126,1	168,3	110,7	40,2	141,7

## 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 vermarktet derzeit drei Impfstoffe und hat mehrere Impfstoffkandidaten erfolgreich in und durch die Klinik begleitet, darunter Kandidaten gegen Borreliose, das Chikungunya-Virus und COVID-19. Valneva hat ihren Sitz in Frankreich und beschäftigte Ende Dezember 2024 >700 Mitarbeiter.

## HANDELSDATEN

Stand: 20. Mai 2025

Schlusskurs	€ 2,88
Aktien im Umlauf	167,27 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 481,07 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 1,76 / 4,23
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	971.142

Multiples	2024	2025E	2026E
KGV	n.a.	n.a.	n.a.
EV/Sales	3,2	2,9	2,7
EV/EBIT	40,5	n.a.	n.a.
Div.-Rendite	0,0%	0,0%	0,0%

## KURSÜBERSICHT



## UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 31. Mrz 2025

Liquide Mittel	€ 152,99 Mio.
Kurzfristige Vermögenswerte	€ 152,99 Mio.
Immaterielle Vermögenswerte	€ 24,60 Mio.
Bilanzsumme	€ 482,24 Mio.
Kurzfristige Verbindlichkeiten	€ 106,20 Mio.
Eigenkapital	€ 175,25 Mio.

## AKTIONÄRSSTRUKTUR

CDC	8,4%
Pfizer Inc.	5,7%
Novo Holdings A/S	4,8%
Groupe Grimaud la Corbiere	3,7%
Free Float and other	77,4%

**Abbildung 1: Q1/25-Ergebnisse gegenüber Konsensschätzungen**

€ Mio.	Q1/25	Q1/25-Konsens	Δ	Q1/24	Δ
Gesamtumsatz	49,2	41,0	20,0%	32,8	50,2%
Produktumsätze	48,6	39,1	24,3%	32,1	51,2%
Sonstige Umsätze	0,6	1,6	-62,5%	0,6	-0,7%
Forschung und Entwicklungskosten	15,0	20,6	-27,2%	13,1	14,2%
Vertriebs- und allgemeine Kosten	19,4	23,8	-18,5%	23,0	-15,7%
Bereinigtes EBITDA	-0,6	-14,8	n.a.	73,0	n.a.

Quelle: Valneva

**Produktumsatz 24% über dem Konsens, aber im Einklang mit den Erwartungen des Managements**

Wie Abbildung 1 oben zeigt, stiegen die Produktumsätze um 51,2%. Die starke Entwicklung der Produktumsätze wurde durch den Wegfall der Lieferengpässe begünstigt, die den Umsatz von Ixiaro und Produkten von Drittanbietern in Q1/24 beeinträchtigten. Die Produktumsätze in Q1/25 lagen 24% über dem Konsens und entsprechen 28% der Mitte der Produktumsatzguidance für das Geschäftsjahr 2025 von €170 Mio. - €180 Mio. CEO Thomas Lingelbach wies jedoch während der Telefonkonferenz mit den Analysten darauf hin, dass diese Zahl den Erwartungen des Managements entspricht, auf denen die Prognose für das Geschäftsjahr 2025 basiert.

**Abbildung 2: Zusammensetzung der Q1/25-Produktumsätze**

€ Mio.	Q1/25	Q1/24	Δ
Ixiaro	27,5	16,6	65,7%
Dukoral	12,3	11,3	8,8%
Ixchiq	3,0	0,2	1400,0%
Produktumsätze Dritter	5,8	4,1	41,5%
<b>Produktumsätze</b>	<b>48,6</b>	<b>32,1</b>	<b>51,2%</b>

Quelle: Valneva

Der Umsatz von Ixiaro in Q1/25 wurde durch einen starken Anstieg der Verkäufe an das US-Militär nach der Unterzeichnung eines neuen Einjahresvertrags mit dem US-Verteidigungsministerium Ende Januar in Höhe von USD32,8 Mio. angekurbelt und durch höhere Verkäufe an Reisende und die Auffüllung der Lagerbestände in indirekten Märkten unterstützt. Der Anstieg des Dukoral-Umsatzes in Q1/25 wurde durch eine Lieferung im Wert von €1,1 Mio. nach einem Cholera-Ausbruch auf der französischen Insel Mayotte begünstigt.

**Ixiaro-Bruttomarge wird in den kommenden Quartalen voraussichtlich unter dem Niveau von Q1/25 (72,6%) liegen**

Die Bruttomarge aus den Verkäufen von Ixiaro und Dukoral erreichte in Q1/25 72,6% (Q1/24: 51,8%) bzw. 52,0% (Q1/24: 38,1%). Die Verbesserung ist in erster Linie auf eine bessere Produktionsleistung mit weniger Chargenfehlern und Bestandsanpassungen zurückzuführen. Während der Telefonkonferenz mit den Analysten erklärte CFO Peter Bühler jedoch, dass die Bruttomarge von Ixiaro in den verbleibenden Quartalen des Jahres 2025 wahrscheinlich niedriger ausfallen wird. Die Bruttomarge von Dukoral wird voraussichtlich auf dem Niveau von Q1/25 bleiben.

IXCHIQ wurde in Q1/24 erstmals in den USA eingeführt. Die Umsätze des Impfstoffs stiegen in Q1/25 auf €3,0 Mio. (Q1/24: €0,2 Mio.), da Valneva die Verkäufe in den USA und auch in Frankreich und Kanada hochgefahren hat. Der Bruttogewinn aus den Ixiaro-Verkäufen in Q1/25 betrug €2,0 Mio. (entspricht einer Marge von 67%). In Q1/24 betrug das Bruttoergebnis € -0,6 Mio.

### Die Einführung von IXCHIQ verlief langsamer als vom Management von Valneva ursprünglich erwartet

In einer Präsentation vom Juli 2024 stellte das Management in Aussicht, dass sich die Gesamteinnahmen der Gruppe bis 2026 gegenüber dem Stand von 2023 (€145 Mio.) verdoppeln würden. Diese Prognose implizierte für 2026 einen IXCHIQ-Umsatz von über €100 Mio. Im 9M/24-Bericht, der im November letzten Jahres veröffentlicht wurde, kündigte das Management jedoch eine Überprüfung der mittelfristigen Prognosen für IXCHIQ an, nachdem die Umsätze mit dem Impfstoff in den ersten drei Quartalen 2024 bei bescheidenen €1,8 Mio. lagen. Bis heute hat Valneva keine aktualisierte Mittelfristprognose für IXCHIQ veröffentlicht.

Unserer Ansicht nach haben die anfänglichen Verkäufe von IXCHIQ die Erwartungen nicht erfüllt, da das Bewusstsein für Chikungunya unter Reisenden gering ist. Die verzögerte Veröffentlichung der Empfehlung des ACIP (Advisory Committee On Immunization Practices) zu IXCHIQ im einflussreichen Morbidity and Mortality Weekly Report hat die Akzeptanz in den USA ebenfalls verlangsamt.

### FDA und EMA haben IXCHIQ-Empfehlung für ältere Menschen ausgesetzt

Anfang dieses Monats haben sowohl die FDA als auch die EMA (Europäische Arzneimittelagentur) eine vorübergehende Aussetzung ihrer Empfehlungen für die Verwendung von IXCHIQ bei Personen über 65 Jahren angekündigt. Die FDA und die EMA haben diesen Schritt unternommen, nachdem Berichte über schwerwiegende unerwünschte Ereignisse nach der Impfung mit IXCHIQ bei älteren Menschen mit erheblichen Grunderkrankungen und/oder Begleitmedikationen auftraten. Die Entscheidung der EMA beruhte auf Berichten über weltweit 17 schwerwiegende unerwünschte Ereignisse bei älteren Menschen (darunter zwei Todesfälle). Bis heute wurden weltweit über 40.000 Dosen IXCHIQ angewendet. Sowohl die FDA als auch die EMA haben betont, dass die genaue Ursache dieser schwerwiegenden unerwünschten Ereignisse und ihr Zusammenhang mit dem Impfstoff noch nicht geklärt sind. Es ist durchaus möglich, dass die FDA/EMA die Aussetzung ihrer Empfehlungen in den nächsten Wochen/Monaten aufhebt. Die derzeitige Aussetzung der FDA/EMA-Empfehlung bedeutet jedoch, dass die IXCHIQ-Verkäufe im Jahr 2025 geringer ausfallen werden, als dies sonst der Fall gewesen wäre, zumal Valnevas Marketingbemühungen insbesondere auf ältere Erwachsene abzielten, die ein höheres Risiko für eine schwere Chikungunya-Infektion aufweisen als jüngere Personen.

### Abbildung 3: IXCHIQ: wachsender geographischer Fussabdruck/Fortschritte bei Zulassungserweiterungen

Datum	Ereignis
November 2023	FDA-Zulassung für Personen ab 18 Jahren
Januar 2024	Dosierung des ersten Patienten in pädiatrischer Phase-2-Studie in der Dominikanischen Republik und Honduras
Mai 2024	Weitere positive Phase-3-Daten aus der Phase-3-Studie mit Jugendlichen
Juni 2024	Kanada - Zulassung für Personen ab 18 Jahren
Juli 2024	EU-Zulassung für Einzelpersonen ab 18 Jahren
September 2024	Anträge auf Zulassungserweiterung für Jugendliche in der EU und Kanada eingereicht
November 2024	Antrag auf Zulassungserweiterung für Jugendliche bei der FDA eingereicht
Dezember 2024	Exklusivlizenz mit dem indischen Serum Institut
Februar 2025	UK-Zulassung für Personen ab 18 Jahren
März 2025	Antrag auf Zulassungserweiterung für Jugendliche bei der MHRA in Großbritannien eingereicht
April 2025	EU-Zulassung für Personen ab 12 Jahren
April 2025	Brasilien - Zulassung für Personen ab 18 Jahren
Mai 2025	EU setzt Verwendung von IXCHIQ für Personen über 65 Jahren vorübergehend aus
Mai 2025	CDC (USA) empfiehlt Pause in der Anwendung von IXCHIQ für Personen über 65 Jahre

Quelle: Valneva

**Wir glauben, dass die südamerikanischen/asiatischen Chikungunya-Endemiemärkte bis 2030 einen Umsatz von USD250 Mio. generieren könnten** Abbildung 3 zeigt die wachsende geografische Zulassungspräsenz von IXCHIQ und die Fortschritte bei den Zulassungserweiterungen seit der ersten FDA-Zulassung im November 2023. Besonders hervorzuheben sind unserer Ansicht nach die Zulassung in Brasilien im April 2025 - die erste Marktzulassung für IXCHIQ in einem chikungunya-endemischen Land - und die im Dezember letzten Jahres bekannt gegebene Exklusivlizenz mit dem Serum Institute of India (SII). SII ist der weltweit größte Hersteller von Impfstoffen, gemessen an der Anzahl der Dosen, und wird mit Valneva zusammenarbeiten, um IXCHIQ auf den indischen Markt und in bestimmte andere asiatische Länder zu bringen, vorbehaltlich der lokalen behördlichen Genehmigungen. Wir gehen davon aus, dass die Chikungunya-Endemiemärkte in den Ländern mit niedrigem und mittlerem Einkommen in Südamerika und Asien bis 2030 einen Umsatz mit Chikungunya-Impfstoffen in Höhe von USD250 Mio. generieren könnten. Unter der Annahme eines Marktanteils von 50% für Valneva und einer Betriebsgewinnmarge von 30% ergibt sich ein EBIT-Beitrag von USD38 Mio.

**Q2/25 wird von IXCHIQ-Großauftrag aus La Réunion profitieren** Valneva gibt an, dass ca. 40.000 Dosen IXCHIQ bis zum Ende von Q1/25 verwendet wurden. Bislang hat das Unternehmen in diesem Jahr 40.000 Dosen an La Réunion geliefert, da die französische Insel derzeit einen großen Chikungunya-Ausbruch erlebt.

Nur ein kleiner Teil dieser 40.000 Dosen wurde in Q1/25 ausgeliefert, so dass die Umsätze des laufenden Quartals den Wert des ersten Quartals von €3,0 Mio. deutlich übertreffen dürften. Wir erwarten auch, dass das dritte und vierte Quartal über dem ersten Quartal liegen werden, da die jüngsten geografischen Zulassungen und Zulassungserweiterungen den Umsatz ankurbeln.

Entscheidende Ergebnisse der Phase-3-Studie für Valnevas Borreliose-Impfstoffkandidaten VLA15 werden bis Ende des Jahres erwartet. Auf der Grundlage unserer Kenntnisse über die Größe der Bevölkerung in den endemischen Gebieten der USA und der EU sowie unserer konservativen Annahmen über die Preisgestaltung und die Marktdurchdringung kommen wir zu einem Spitzenwert für den Borreliose-Impfstoffmarkt von über USD2 Mrd. Dies steht im Vergleich zu der langjährigen Schätzung von Pfizer und Valneva von über USD1 Mrd. Wir haben unsere Annahmen in der folgenden Abbildung 4 zusammengefasst.

**Abbildung 4: Lyme-Impfstoffmarktgrößenannahmen**

	USA	EU	Gesamt
Endemische Bevölkerung (Mio.)	87,0	202,0	289,0
Anspruchsberechtigte Bevölkerung (Mio.)	69,6	161,6	231,2
Durchdringung	10%	10%	10%
Anzahl der geimpften Personen (Mio.)	7,0	16,2	23,1
Impfplan (Monate)	Erstimpfungsserie: 0,2,5-9 Auffrischungen: 18 und dann jährlich	Erstimpfungsserie: 0,2,5-9 Auffrischungen: 18 und dann jährlich	
Preis pro Dosis (USD)	100	100	72

Quelle: Valneva, First Berlin Equity Research Schätzungen

In den USA und der EU leben 87 Mio. bzw. 202 Mio. Menschen in Gebieten, in denen die Lyme-Borreliose endemisch ist. 20% dieser Bevölkerungsgruppen kommen für eine Impfung nicht in Frage, weil sie zu jung oder zu alt sind. Wir gehen von einer Durchimpfungsrate von 10% aus. Wenn die Behörden eine generelle Empfehlung für Personen aussprechen, die in endemischen Gebieten leben, könnte die Durchimpfungsrate deutlich höher sein. Wir gehen von einem Impfschema aus, das dem der Phase-3-Studie entspricht, zuzüglich jährlicher Auffrischungsimpfungen nach der Auffrischungsimpfung, die im Laufe der Studie nach 18 Monaten verabreicht wird.



Valneva hat sich nicht offiziell zur Preisgestaltung geäußert. Der CEO von Pfizer, Albert Bourla, hat jedoch erklärt, dass keine Erstimpfungsserie (in diesem Fall drei Impfungen) weniger als USD300 kosten sollte. Wir gehen von USD100 pro Impfung in den USA und USD60 pro Impfung in der EU aus. Daraus ergibt sich ein Durchschnittspreis pro Impfung von USD72.

**Langfristig gehen wir davon aus, dass Valneva/Pfizer und Moderna jeweils 50% des Borreliose-Impfstoffmarktes für sich beanspruchen** Vorbehaltlich positiver Ergebnisse der Phase-3-Studie geht Pfizer davon aus, dass die Zulassungsanträge für VLA15 in den USA und Europa im Jahr 2026 eingereicht werden und die Zulassung im Jahr 2027 erfolgt. Moderna ist der Hauptkonkurrent von Valneva/Pfizer bei der Entwicklung eines Impfstoffs gegen die Lyme-Krankheit. Moderna geht davon aus, dass die parallelen Phase-1/2-Studien für die Borreliose-Impfstoffkandidaten heptavalente mRNA-1975 und monovalente mRNA-1982 bis zum 31. Juli dieses Jahres abgeschlossen sein werden. Wir rechnen dann mit einer Phase-3-Studie über zwei Zeckensaisons in den Jahren 2026 und 2027, mit der Einreichung des Zulassungsantrags vorbehaltlich eines positiven Studienergebnisses im Jahr 2028, und mit der Zulassung im Jahr 2029. Mittelfristig gehen wir davon aus, dass Valneva/Pfizer und Moderna jeweils 50% des Borreliose-Impfstoffmarktes übernehmen.

**Wir behalten unsere Kaufempfehlung und erhöhen das Kursziel von €7,70 auf €8,10**

Die Änderungen unserer Prognosen spiegeln hauptsächlich die Senkung unserer IXCHIQ-Prognosen und die Erhöhung unserer Prognosen für VLA15 wider, wie oben erläutert. Wir sehen den fairen Wert der Valneva-Aktie nun bei €8,10 (vorher: €7,70). Wir behalten unsere Kaufempfehlung bei. Kurspotenzial: 182%.

**Abbildung 5: Änderungen an unseren Schätzungen**

€ Mio.	2025E			2026E			2027E		
	Alt	Neu	Δ	Alt	Neu	Δ	Alt	Neu	Δ
<b>Produktumsätze</b>	<b>203,7</b>	<b>176,1</b>	<b>-13,5%</b>	<b>290,1</b>	<b>200,3</b>	<b>-30,9%</b>	<b>355,4</b>	<b>333,7</b>	<b>-6,1%</b>
w ovon:									
ixiaro	96,4	110,0	14,1%	101,9	121,0	18,8%	106,3	133,1	25,3%
Dukoral	34,7	36,3	4,8%	35,7	38,1	6,8%	36,8	40,0	8,9%
ixchiq	52,6	18,0	-65,8%	136,9	32,0	-76,6%	163,5	55,0	-66,4%
Lyme-Royalties/Meilensteine	0,0	0,0	-	0,0	0,0	-	32,7	96,1	-
Produktumsätze Dritter	20,1	11,8	-41,2%	15,7	9,2	-41,2%	16,1	9,5	-41,2%
Sonstige Umsätze	10,3	10,0	-2,9%	10,6	3,0	-71,7%	140,9	133,0	-5,6%
<b>Gesamtumsatz</b>	<b>214,0</b>	<b>186,1</b>	<b>-13,0%</b>	<b>300,7</b>	<b>203,3</b>	<b>-32,4%</b>	<b>496,3</b>	<b>466,7</b>	<b>-6,0%</b>
Rohertrag	115,0	92,6	-19,5%	174,5	121,0	-30,7%	353,2	355,3	0,6%
Marge (%)	53,8%	49,7%	-	58,0%	59,5%	-	71,2%	76,1%	-
Vertrieb & Marketing	-57,0	-43,0	-	-72,5	-50,1	-	-88,9	-59,4	-
Allgemeine Verwaltungskosten	-53,0	-37,0	-	-55,1	-40,1	-	-60,4	-45,1	-
F&E-Kosten	-67,5	-95,0	-	-67,5	-80,1	-	-47,5	-83,2	-
Sonstige betriebliche Aufw./Erträge, Netto	20,0	22,5	12,5%	20,0	14,5	-27,5%	6,0	14,5	141,7%
<b>EBIT</b>	<b>-42,5</b>	<b>-59,9</b>	<b>n.a.</b>	<b>-0,7</b>	<b>-34,8</b>	<b>n.a.</b>	<b>162,4</b>	<b>182,1</b>	<b>12,2%</b>
Marge (%)	-19,8%	-32,2%	-	-0,2%	-17,1%	-	32,7%	39,0%	-
Nettofinanzergebnis	-17,6	-17,6	-	-14,7	-14,7	-	-11,7	-11,7	-
<b>Gewinn vor Steuern</b>	<b>-60,1</b>	<b>-77,5</b>	<b>n.a.</b>	<b>-15,4</b>	<b>-49,5</b>	<b>n.a.</b>	<b>150,7</b>	<b>170,5</b>	<b>13,1%</b>
Steuern	0,0	-1,5	-	0,0	0,0	-	-15,1	-17,0	-
<b>Nettogewinn</b>	<b>-60,1</b>	<b>-79,0</b>	<b>n.a.</b>	<b>-15,4</b>	<b>-49,5</b>	<b>n.a.</b>	<b>135,7</b>	<b>153,4</b>	<b>13,1%</b>
EPS (in EUR)	-0,43	-0,48	n.a.	-0,11	-0,30	n.a.	0,98	0,92	-6,1%
<b>Bereinigtes EBITDA</b>	<b>-23,0</b>	<b>-39,1</b>	<b>n.a.</b>	<b>19,2</b>	<b>-13,5</b>	<b>n.a.</b>	<b>182,8</b>	<b>203,9</b>	<b>n.a.</b>

Quelle: First Berlin Equity Research Schätzungen

## Abbildung 6: Bewertungsmodell

Impfstoff	Projekt <sup>1)</sup>	Barwert	Markt Größe	Marktanteil 2030	Umsatz 2030	PACME Marge <sup>2)</sup>	Eskontierungs-satz	Marktein-führungs Zeit
Ixiaro	Japanische Enzephalitis	€635,2M	€178,9M	90,0%	€18,0M	40%	9%	-
Dukoral	Cholera & ETEC	€133,6M	€183,8M	25,0%	€45,9M	30%	9%	-
VLA15	Lyme-Borreliose	€1.392,3M	€909,1M	261,6%	€2.378,6M	18%	10%	2 Jahre
VLA 1553	Chikungunya-Virus	€533,6M	€463,0M	50,0%	€231,5M	45%	9%	-
S4V	Shigellose	€232,3M	n.a.	n.a	n.a	45%	10%	5 Jahre
EB66 Zelllinie	Technologie-Plattform	€11,9M	n.a.	n.a	€197M	15%	9%	-
<b>PACME Barwert (BW)</b>		<b>€2.938,9M</b>						
Kosten BW <sup>3)</sup>		€1.732,6M						
<b>Netto Barwert</b>		<b>€1.206,3M</b>						
Meilensteine, Produkte Dritter, BW		€192,9M						
Netto liquide Mittel (pro-forma)		-€44,0M						
<b>Fairer Wert</b>		<b>€1.355,2M</b>						
Anzahl der Aktien (voll verwässert)		167.272K						
<b>Kursziel</b>		<b>€8,10</b>						

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

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

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

Quelle: First Berlin Equity Research Schätzungen

## Abbildung 7: Änderungen an unserem Bewertungsmodell

	Alt	Neu	Δ
<b>PACME Barwert (BW)</b>	<b>€2.603,0M</b>	<b>€2.938,9M</b>	<b>12,9%</b>
Kosten BW	€1.523,1M	€1.732,6M	13,8%
<b>NPV</b>	<b>€1.079,9M</b>	<b>€1.206,3M</b>	<b>11,7%</b>
Meilensteine, Produkte Dritter, BW	€192,1M	€192,9M	0,4%
Netto liquide Mittel (pro-forma)	-€23,2M	-€44,0M	89,5%
<b>Fairer Wert</b>	<b>€1.248,8M</b>	<b>€1.355,2M</b>	<b>8,5%</b>
Anzahl der Aktien (voll verwässert)	162.277K	167.272K	3,1%
<b>Kursziel</b>	<b>€7,70</b>	<b>€8,10</b>	<b>5,3%</b>

Quelle: First Berlin Equity Research Schätzungen



## GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd EUR	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Produktumsätze	114.797	144.624	163.253	176.100	200.319	333.714
Sonstige Umsätze	246.506	9.089	6.326	10.000	3.000	133.000
<b>Gesamtumsatz</b>	<b>361.303</b>	<b>153.713</b>	<b>169.579</b>	<b>186.100</b>	<b>203.319</b>	<b>466.714</b>
Herstellungskosten	-324.441	-100.875	-98.538	-93.545	-82.347	-111.376
<b>Rohertrag</b>	<b>36.862</b>	<b>52.838</b>	<b>71.041</b>	<b>92.555</b>	<b>120.972</b>	<b>355.338</b>
Vertrieb & Marketing	-23.509	-48.752	-52.356	-43.000	-50.080	-59.400
Allgemeine Verwaltungskosten	-34.073	-47.799	-42.750	-36.964	-40.064	-45.144
Forschungs- und Entwicklungskosten	-104.922	-59.894	-74.143	-95.000	-80.128	-83.160
Sonstige betriebliche Aufwendungen/Erträge	12.199	21.520	111.538	22.500	14.500	14.500
<b>Betriebsergebnis (EBIT)</b>	<b>-113.443</b>	<b>-82.087</b>	<b>13.330</b>	<b>-59.909</b>	<b>-34.799</b>	<b>182.133</b>
Nettofinanzergebnis	-18.794	-22.115	-21.623	-17.596	-14.714	-11.660
Fremdährungsgewinne/(-verluste)	-12.587	5.573	-3.193	0	0	0
<b>Ergebnis vor Ertragsteuern</b>	<b>-144.815</b>	<b>-98.629</b>	<b>-11.486</b>	<b>-77.505</b>	<b>-49.513</b>	<b>170.473</b>
Ertragsteuern	1.536	-2.800	-761	-1.474	0	-17.047
<b>Ergebnis nach Ertragsteuern</b>	<b>-143.279</b>	<b>-101.429</b>	<b>-12.247</b>	<b>-78.979</b>	<b>-49.513</b>	<b>153.426</b>
<b>Ergebnis je Aktie</b>	<b>-1,24</b>	<b>-0,73</b>	<b>-0,08</b>	<b>-0,48</b>	<b>-0,30</b>	<b>0,92</b>
<b>Bereinigtes EBITDA</b>	<b>-69.200</b>	<b>-65.187</b>	<b>32.930</b>	<b>-39.121</b>	<b>-13.532</b>	<b>203.893</b>
<b>Margen in %</b>						
Bruttomarge	10,2%	34,4%	41,9%	49,7%	59,5%	76,1%
EBITDA-Marge	-19,2%	-42,4%	19,4%	-21,0%	-6,7%	43,7%
EBIT-Marge	-31,4%	-53,4%	7,9%	-32,2%	-17,1%	39,0%
Nettomarge	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	32,9%
<b>Ausgaben in % von Umsatz</b>						
Vertrieb & Marketing	-6,5%	-31,7%	-30,9%	-23,1%	-24,6%	-12,7%
Allgemeine Verwaltungskosten	-9,4%	-31,1%	-25,2%	-19,9%	-19,7%	-9,7%
Forschungs- und Entwicklungskosten	-29,0%	-39,0%	-43,7%	-51,0%	-39,4%	-17,8%
<b>Jährliches Wachstum</b>						
Produktumsätze	82,3%	26,0%	12,9%	7,9%	13,8%	66,6%
Gesamtumsatz	3,8%	-57,5%	10,3%	9,7%	9,3%	129,5%
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	2024	2025E	2026E	2027E
<b>Vermögen</b>						
<b>Umlaufvermögen, gesamt</b>	<b>424.659</b>	<b>262.824</b>	<b>299.012</b>	<b>228.696</b>	<b>168.401</b>	<b>355.228</b>
Liquide Mittel	289.430	126.080	168.271	110.709	40.196	141.651
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	23.912	41.645	35.205	36.981	42.067	70.080
Vorräte	35.104	44.466	53.662	40.503	40.064	66.743
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	76.213	50.633	41.874	40.503	46.073	76.754
<b>Anlagevermögen, gesamt</b>	<b>196.685</b>	<b>197.238</b>	<b>201.020</b>	<b>195.307</b>	<b>188.763</b>	<b>186.098</b>
Sachanlagen	112.435	136.198	138.883	137.874	136.834	135.763
Nutzungsrechte an Leasingobjekten	41.603	20.392	19.232	17.546	15.860	14.174
Goodwill & immaterielle Vermögenswerte	28.711	25.567	25.259	22.357	19.453	16.545
Assoziierte Unternehmen	0	0	0	0	0	0
Sonstige Vermögenswerte	8.299	8.489	8.041	7.925	7.011	10.011
Latente Steueransprüche	5.637	6.592	9.605	9.605	9.605	9.605
<b>Aktiva</b>	<b>621.344</b>	<b>460.062</b>	<b>500.032</b>	<b>424.003</b>	<b>357.163</b>	<b>541.326</b>
<b>Eigenkapital und Verbindlichkeiten</b>						
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt</b>	<b>277.392</b>	<b>158.863</b>	<b>114.580</b>	<b>115.079</b>	<b>128.084</b>	<b>263.611</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten	11.580	44.079	20.852	31.189	35.195	110.463
Verbind. aus Lieferungen und Leistungen	41.491	44.303	35.522	47.547	52.083	86.766
Sonstige kurzfr. Verbind. und Rückstellungen	36.780	11.427	11.838	13.914	15.828	26.367
Leasingverbindlichkeiten	25.411	2.879	2.508	2.288	2.068	1.848
Steuer- und mitarbeiterbezogene Verbind.	15.738	16.209	19.458	19.371	22.035	36.709
Steuerverbindlichkeiten	532	632	1.742	770	875	1.458
Vertrags- u. Rückerstattungsverbindlichkeiten	145.860	39.334	22.660	0	0	0
<b>Langfristige Verbindlichkeiten, gesamt</b>	<b>124.155</b>	<b>172.952</b>	<b>204.199</b>	<b>188.656</b>	<b>158.202</b>	<b>53.295</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten	87.227	132.768	166.521	145.658	110.463	0
Leasingverbindlichkeiten	28.163	29.090	26.432	24.115	21.798	19.480
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	1.436	1.153	593	8.355	15.535	23.525
Vertrags- u. Rückerstattungsverbindlichkeiten	6.635	6.303	6.491	6.491	6.491	6.491
<b>Eigenkapital</b>	<b>219.797</b>	<b>128.247</b>	<b>181.253</b>	<b>120.269</b>	<b>70.877</b>	<b>224.420</b>
<b>Passiva</b>	<b>621.344</b>	<b>460.062</b>	<b>500.032</b>	<b>424.003</b>	<b>357.163</b>	<b>541.326</b>
<b>Kennzahlen</b>						
Current ratio (x)	1,53	1,65	2,61	1,99	1,31	1,35
Quick ratio (x)	1,40	1,37	2,14	1,64	1,00	1,09
Nettoverschuldungsgrad	-62,4%	64,5%	26,5%	76,9%	182,5%	-4,4%
Buchwert je Aktie (€)	1,31	0,77	1,08	0,72	0,42	1,34
Nettoverschuldung	-137.049	82.736	48.042	92.541	129.328	-9.859
Eigenkapitalquote	35,4%	27,9%	36,2%	28,4%	19,8%	41,5%



## CASHFLOWRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd EUR	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>Ergebnis nach Ertragsteuern</b>	<b>-143.279</b>	<b>-101.429</b>	<b>-12.247</b>	<b>-78.979</b>	<b>-49.513</b>	<b>153.426</b>
Gesamtabschreibungen	17.932	16.807	19.586	20.788	21.267	21.760
Wertminderung von Vermögenswerten	0	0	0	0	0	0
Aktienbasierte Vergütung	0	0	0	0	0	0
Gain from sale of priority review voucher	0	0	-90.833	0	0	0
Bereinigung von zahlungsunwirksamen Tra	44.070	44.984	48.979	46.858	42.981	57.467
Änderungen der langfristigen Betriebsverm	-147.713	514	-178	0	0	0
Investitionen ins Working Capital	1.732	-145.578	-11.394	4.014	95	-26.904
Sonstige	0	0	0	0	0	0
Steuern	-154	-1.236	-1.545	-1.474	0	-17.047
<b>Operativer Cashflow</b>	<b>-245.344</b>	<b>-202.745</b>	<b>-67.218</b>	<b>-29.582</b>	<b>-6.437</b>	<b>166.942</b>
Investitionen in Sachanlagen	-29.246	-14.231	-13.865	-14.854	-15.299	-15.758
Investitionen in immaterielle Vermögenswer	-76	-81	-2.579	-100	-100	-100
<b>Freier Cashflow</b>	<b>-274.666</b>	<b>-217.057</b>	<b>-83.662</b>	<b>-44.535</b>	<b>-21.836</b>	<b>151.084</b>
Akquisitionen & Veräußerungen, netto	8	-7.482	165	0	0	0
Proceeds from sale of priority review voucl	0	0	90.833	0	0	0
Zinserträge	260	1.210	2.362	0	0	0
<b>Cashflow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-29.054</b>	<b>-20.585</b>	<b>76.916</b>	<b>-14.954</b>	<b>-15.399</b>	<b>-15.858</b>
FK-Finanzierung, netto	37.538	79.014	-3.768	-13.063	-33.726	-37.732
EK-Finanzierung, netto	189.837	-239	57.139	14.200	0	0
Tilgung der Leasingverbindlichkeiten	-3.048	-3.127	-2.720	-237	-237	-237
Interest paid	-9.211	-12.567	-19.969	-17.596	-14.714	-11.660
<b>Cashflow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>215.116</b>	<b>63.081</b>	<b>30.682</b>	<b>-16.696</b>	<b>-48.677</b>	<b>-49.629</b>
Wechselkurseffekte & sonstige	2.026	-3.101	1.811	3.670	0	0
<b>Veränderung der liquiden Mittel</b>	<b>-57.256</b>	<b>-163.350</b>	<b>42.191</b>	<b>-57.562</b>	<b>-70.513</b>	<b>101.455</b>
Cash und Äquiv. am Anfang der Periode	346.686	289.430	126.080	168.271	110.709	40.196
<b>Cash und Äquiv. am Ende der Periode</b>	<b>289.430</b>	<b>126.080</b>	<b>168.271</b>	<b>110.709</b>	<b>40.196</b>	<b>141.651</b>
<b>Bereinigtes EBITDA je Aktie</b>	<b>-0,60</b>	<b>-0,47</b>	<b>0,22</b>	<b>-0,24</b>	<b>-0,08</b>	<b>1,22</b>
<b>Jährliches Wachstum</b>						
Operativer Cashflow	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Freier Cashflow	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Bereinigtes EBITDA je Aktie	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	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 Regulations (MiFIR) 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](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, Friedrichstraße 69, 10117 Berlin**

Die Erstellung dieser Empfehlung wurde am 21. Mai 2025 um 14:11 Uhr abgeschlossen.

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

**Copyright© 2025 First Berlin Equity Research GmbH.** Kein Teil dieser Finanzanalyse darf ohne vorherige schriftliche Genehmigung durch die First Berlin Equity Research GmbH kopiert, fotokopiert, vervielfältigt oder weiterverbreitet werden, gleich in welcher Form und durch welches Medium. Bei Zitaten ist die First Berlin Equity Research GmbH als Quelle anzugeben. Weitere Informationen sind auf Anfrage erhältlich.

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

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

### **INTERESSENKONFLIKTE**

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

Zusätzlich hat First Berlin gemäß Art. 5 der Delegierten Verordnung (EU) 2016/958 der Kommission in ihren Empfehlungen alle Beziehungen und Umstände offenzulegen, bei denen nach vernünftigem Ermessen damit gerechnet werden kann, dass sie die Objektivität der Finanzanalyse beeinträchtigen, einschließlich etwaiger Interessen oder Interessenkonflikte ihrerseits oder aufseiten aller natürlichen oder juristischen Personen, die im Rahmen eines Vertrags, einschließlich eines Arbeitsvertrags, oder anderweitig für sie tätig sind und die an der Erstellung von Finanzanalysen beteiligt waren, die ein Finanzinstrument oder den Emittenten betreffen, auf das oder den sich die Empfehlung direkt oder indirekt bezieht.

In Bezug auf die Finanzanalysen von Valneva SE bestehen die folgenden Beziehungen und Umstände, aufgrund derer vernünftigerweise erwartet werden kann, dass sie die Objektivität der Finanzanalysen beeinträchtigen könnten: Der Ersteller, First Berlin, oder ein mit First Berlin verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zur Erstellung einer Finanzanalyse getroffen, für die eine Vergütung geschuldet ist.

Darüber hinaus bietet First Berlin ein Dienstleistungsspektrum an, das über die Erstellung von Finanzanalysen hinausgeht. Obwohl First Berlin darum bemüht ist, Interessenkonflikte nach Möglichkeit zu vermeiden, kann First Berlin mit dem analysierten Unternehmen strukturell insbesondere folgende, einen potentiellen Interessenkonflikt begründende, Beziehungen haben:

- Der Ersteller, First Berlin, oder ein mit First Berlin verbundenes Unternehmen besitzt eine Netto-Long- oder Short-Position, die den Schwellenwert von 0,5 % des gesamten ausgegebenen Aktienkapitals des analysierten Unternehmens überschreitet;
- Der Ersteller, First Berlin, oder ein mit First Berlin verbundenes Unternehmen hält eine Beteiligung von mehr als 5% am Grundkapital des analysierten Unternehmens;
- Der Ersteller, First Berlin, oder ein mit First Berlin verbundenes Unternehmen hat innerhalb der letzten 12 Monate Investmentbanking- oder Beratungsleistungen für das analysierte Unternehmen erbracht, für die eine Vergütung zu entrichten war oder getätigt wurde;
- Der Ersteller, First Berlin, oder ein mit First Berlin verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zur Erstellung einer Finanzanalyse getroffen, für die eine Vergütung geschuldet ist;
- Der Ersteller, First Berlin, oder ein mit First Berlin verbundenes Unternehmen hat anderweitige bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen;

First Berlin F.S.B. Investment-Beratungsgesellschaft mbH (im Folgenden FBIB), ein Unternehmen der First Berlin Gruppe, hält einen Anteil von unter 0,5% der Aktien des Unternehmens, das in dieser Analyse gecovert wird. Der Analyst unterliegt bezüglich seiner Empfehlung keinerlei Restriktionen und ist daher unabhängig. Damit ergibt sich unserer Meinung nach kein Interessenkonflikt.

In Bezug auf die Finanzanalysen Valneva SE bestehen die folgenden der vorgenannten potenziellen Interessenkonflikte oder die in Artikel 6 Abs. 1 der Delegierten Verordnung (EU) 2016/958 der Kommission genannten potenziellen Interessenkonflikte: Der Ersteller, First Berlin, oder ein mit First Berlin verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zur Erstellung einer Finanzanalyse getroffen, für die eine Vergütung geschuldet ist.

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

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

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

**STICHTAGE VON KURSEN**

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

**ABSTIMMUNG MIT DEM ANALYSIERTEN UNTERNEHMEN UND EINFLUSSNAHME**

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

**ANLAGEBEWERTUNGSSYSTEM**

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

**ANLAGEEMPFEHLUNG**

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

Kategorie		1	2
Aktuelle Marktkapitalisierung (in €)		0 - 2 Milliarden	> 2 Milliarden
Strong Buy <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...38	↓	↓	↓	↓
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	20. August 2024	€ 3,78	Buy	€ 8,60
46	23. September 2024	€ 2,53	Buy	€ 7,70
47	Heute	€ 2,88	Buy	€ 8,10

### ANLAGEHORIZONT

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

### AKTUALISIERUNG

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

### ÄNDERUNGSVORBEHALT

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

### Die gesetzlich erforderlichen Angaben über

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

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

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

### HAFTUNGSAUSSCHLUSS (DISCLAIMER)

#### ZUVERLÄSSIGKEIT VON INFORMATIONEN UND INFORMATIONQUELLEN

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

#### ZUVERLÄSSIGKEIT VON SCHÄTZUNGEN UND PROGNOSEN

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

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

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

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

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

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

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

#### **KEIN ZUSTANDEKOMMEN VERTRAGLICHER SCHULDVERHÄLTNISSE**

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

#### **KEINE PFLICHT ZUR AKTUALISIERUNG**

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

#### **VERVIELFÄLTIGUNG**

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

#### **SALVATORISCHE KLAUSEL**

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

#### **ANWENDBARES RECHT, GERICHTSSTAND**

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

#### **KENNTNISNAHME VOM HAFTUNGSAUSSCHLUSS**

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

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

#### **QUALIFIZIERTE INSTITUTIONELLE INVESTOREN**

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

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