

Valneva SE

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

Update

BEWERTUNG

KURSZIEL

Aufwärtspotenzial
 Risikobewertung

BUY

€ 8,90

56,5%
 High

KONKURRENZ IS BEGRENZT – DIE RALLYE WIRD SICH FORTSETZEN

Die Ergebnisse von Valneva im ersten Quartal lagen unseren Erwartungen nahe. Der Produktumsatz verdoppelte sich nahezu auf €32,1 Mio., angetrieben durch die stark anziehende Nachfrage nach den Reiseimpfstoffen Ixiaro (Japanische Enzephalitis) und Dukoral (Cholera, ETEC). Der Aktienkurs ist seit den Zahlen um über 30% gestiegen. Wir sind der Meinung, dass der Kursanstieg in erster Linie darauf zurückzuführen ist, dass die Unsicherheiten im Zusammenhang mit der Phase-3-Studie für den Borreliose-Impfstoffkandidaten VLA15, den wir als wertvollsten Vermögenswert im Portfolio von Valneva ansehen, beseitigt wurden. Am 17. Februar gaben Valneva und Pfizer (mit dem Valneva bei der Entwicklung von VLA15 zusammenarbeitet) bekannt, dass die Hälfte der 6.000 Studienteilnehmer aufgrund von Verstößen gegen die gute klinische Praxis in den von einem Dritten geleiteten US-Studienzentren aus der Studie herausgenommen worden war. Ursprünglich war geplant, die Zulassungsanträge bei der FDA und der EMA im Jahr 2025 nach zwei Zeckensaisons (2023 und 2024) einzureichen. Der Verlust der Hälfte der Studienteilnehmer zwei Monate vor Beginn der ersten von zwei Zeckensaisons stellte diesen Zeitplan in Frage. Die Ankündigung vom Februar ließ auch befürchten, dass Valneva zusätzliche Kosten im Zusammenhang mit einer möglichen Verlängerung der Studie zu tragen hätte. In der Pressemitteilung zum ersten Quartal erklärte die Geschäftsleitung, dass die Phase-3-Studie bis zur Zeckensaison 2025 verlängert wird und somit die Zulassungsanträge im Jahr 2026 gestellt werden können. Davon sind wir bereits in unserer letzten Studie vom 4. April ausgegangen. Pfizer wird die zusätzlichen Studienkosten übernehmen. Die wertvollsten Assets von Valneva sind das bestehende kommerzielle Impfstoffgeschäft, das in diesem Jahr voraussichtlich einen Umsatz von ca. USD150 Mio. oder mehr erzielen wird, sowie die Impfstoffprogramme gegen Lyme und Chikungunya. Die FDA-Zulassung für den Chikungunya-Impfstoffkandidaten wird für Ende August erwartet.

FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Umsatz (€ Mio.)	110,32	348,09	361,30	148,00	222,99	320,30
Jährliches Wachstum	-12,6%	215,5%	3,8%	-59,0%	50,7%	43,6%
EBIT (€ Mio.)	-55,12	-61,39	-113,44	8,87	-45,03	10,92
EBIT-Marge	na	na	na	6,0%	na	3,4%
Jahresübers. (€ Mio.)	-64,39	-73,43	-143,28	-6,09	-53,95	5,37
EPS (verwässert) (€)	-0,71	-0,75	-1,24	-0,04	-0,39	0,04
DPS (€)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF (€ Mio.)	118,27	-16,27	-274,67	-129,28	-69,83	-5,45
Nettoverschuldungsgrad	-127,8%	-136,0%	-62,4%	1,7%	67,8%	96,3%
Liquide Mittel (€ Mio.)	204,44	346,69	289,43	159,65	79,99	35,22

RISIKEN

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

UNTERNEHMENSPROFIL

Valneva ist ein Spezialimpfstoffunternehmen, das Impfstoffe gegen Infektionskrankheiten entwickelt und vermarktet, für die es einen erheblichen ungedeckten medizinischen Bedarf gibt. Valneva hat bereits zwei Impfstoffe erfolgreich vermarktet und mehrere Impfstoffkandidaten erfolgreich in und durch die Klinik begleitet, darunter Kandidaten gegen Borreliose, das Chikungunya-Virus und COVID-19. Valneva hat ihren Sitz in Frankreich und beschäftigte Ende Dezember 2022 719 Mitarbeiter.

HANDELSDATEN

Stand: 19. Mai 2023

Schlusskurs	€ 5,69
Aktien im Umlauf	138,35 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 786,64 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 4,21 / 14,23
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	496.229

Multiples	2022	2023E	2024E
KGV	n.a.	n.a.	n.a.
EV/Sales	1,9	4,6	3,1
EV/EBIT	n.a.	77,3	n.a.
Div.-Rendite	0,0%	0,0%	0,0%

KURSÜBERSICHT



UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 31. Mrz 2023

Liquide Mittel	€ 254,49 Mio.
Kurzfristige Vermögenswerte	€ 389,33 Mio.
Immaterielle Vermögenswerte	€ 27,90 Mio.
Bilanzsumme	€ 590,00 Mio.
Kurzfristige Verbindlichkeiten	€ 263,26 Mio.
Eigenkapital	€ 204,78 Mio.

AKTIONÄRSSTRUKTUR

Groupe Grimaud La Corbière	9,9%
CDC	8,9%
Deep Track Capital	7,6%
Pfizer Inc.	6,9%
Free Float and other	66,7%

Vorbehaltlich der Zulassung werden diese beiden Impfstoffkandidaten eindeutige Marktführer auf den globalen Märkten sein, für die ein Jahresumsatz von USD1,0 Mrd. (bis 2032) bzw. USD500 Mio. (bis 2030) prognostiziert wird. Im Verhältnis zu diesen Zahlen und angesichts der begrenzten Konkurrenz halten wir den aktuellen Unternehmenswert von Valneva von USD740 Mio. für zu niedrig. Der derzeitige Barmittelbestand von €254 Mio. reicht aus, um den Konzern mindestens bis Ende 2024 zu finanzieren. Wir behalten unsere Kaufempfehlung und unser Kursziel von €8,90 bei.

Abbildung 1: Q1/23 Ergebnisse gegenüber unseren Schätzungen

Q1/23 (€ Mio.)	Gesamtumsatz	Produktumsätze	Sonstige Erträge	F&E-Kosten	VVG-Kosten	EBITDA	Liquide Mittel
Q1/23A	33,5	32,1	1,4	14,1	19,0	-12,3	254,5
FBe	32,3	29,8	2,5	20,0	20,3	-19,7	261,0
Q1/23 berichtet ggü. FB-Schätzungen (%)	3,7%	7,7%	-44,0%	-29,5%	-6,4%	n.a.	-2,5%
Q1/22A	21,8	16,2	5,7	20,7	7,8	-13,3	311,3
Q1/23A ggü. Q1/22A	53,3%	98,6%	-75,4%	-31,8%	143,6%	n.a.	-18,2%

Quelle: Valneva; First Berlin Equity Research Schätzungen

Die Umsätze in Q1/23 entsprachen nahezu unseren Erwartungen. Die Umsätze mit Ixiaro und Dukoral haben sich mehr als vervierfacht, da sich die Erholung nach der Pandemie im Reiseverkehr beschleunigte. Der Umsatz mit Produkten von Drittanbietern sank aufgrund von Lieferengpässen um 19,7 % auf €4,5 Mio. (Q1/22: €5,6 Mio.). Das bereinigte EBITDA lag um €7,4 Mio. über unserer Prognose, was vor allem auf niedrigere F&E-Ausgaben als erwartet zurückzuführen war. Unsere F&E-Prognose basierte auf Valnevas Prognose für 2023, die unverändert bei €70 Mio. bis €90 Mio. liegt. Die Unternehmensguidance für andere GuV-Positionen (siehe Abbildung 2) bleibt ebenfalls unverändert gegenüber dem im März veröffentlichten Ergebnisbericht 2022.

Abbildung 2: Die Guidance für das Geschäftsjahr 2023 ist unverändert

Gesamtumsatz und sonstige Erträge	€220 Mio. - €260 Mio.
Produktumsätze (einschließlich geringfügiger COVID-19-Impfstoffverkäufe im Rahmen der Liefervereinbarung mit Bahrain)	€130 Mio. - €150 Mio.
Sonstige Erträge	€90 Mio. - €110 Mio.
F&E	€70 Mio. - €90 Mio.

Quelle: Valneva

Unsere F&E-Prognose bleibt mit €80 Mio. unverändert, und wie Abbildung 3 zeigt, gibt es kaum Unterschiede zwischen den Prognosen in unserem Bericht vom 4. April und unserer aktuellen Studie.

Abbildung 3: Änderungen an unseren Schätzungen

Alle Angaben in Tsd EUR	2023E			2024E			2025E		
	Alt	Neu	% Δ	Alt	Neu	% Δ	Alt	Neu	% Δ
Produktumsätze	136.800	139.100	1,7%	215.105	213.825	-0,6%	312.172	310.854	-0,4%
w ovon:									
Ixiaro	59.727	67.127	12,4%	76.364	76.364	0,0%	79.091	79.091	0,0%
Dukoral	32.000	33.200	3,8%	35.200	36.520	3,8%	36.960	38.346	3,7%
VLA2001	3.800	0	-100,0%	0	0	-	0	0	-
Chikungunya	7.273	7.273	0,0%	68.182	68.182	0,0%	159.347	159.347	0,0%
Produktumsätze Dritter	34.000	31.500	-7,4%	35.360	32.760	-7,4%	36.774	34.070	-7,4%
Sonstige Umsätze	10.000	8.900	-11,0%	10.300	9.167	-11,0%	10.609	9.442	-11,0%
Gesamtumsatz	146.800	148.000	0,8%	225.405	222.992	-1,1%	322.781	320.296	-0,8%
Rohertrag	71.666	69.887	-2,5%	124.964	124.880	-0,1%	195.390	195.309	0,0%
Marge (%)	48,8%	47,2%	-	55,4%	56,0%	-	60,5%	61,0%	-
Vertrieb & Marketing	-42.205	-43.547	-	-56.187	-55.905	-	-68.678	-68.388	-
Allgemeine Verwaltungskosten	-39.000	-39.000	-	-40.000	-40.000	-	-42.000	-42.000	-
Forschung und Entwicklungskosten	-80.000	-80.000	-	-80.000	-80.000	-	-80.000	-80.000	-
Sonstige betriebliche Aufw./Erträge, Netto	99.500	101.526	2,0%	6.000	6.000	0,0%	6.000	6.000	0,0%
EBIT	9.961	8.865	-11,0%	-45.223	-45.026	-	10.712	10.921	2,0%
Marge (%)	6,8%	6,0%	-	-20,1%	-20,2%	-	3,3%	3,4%	-
Nettofinanzergebnis	-14.952	-14.952	-	-8.927	-8.927	-	-4.959	-4.959	-
Gewinn vor Steuern	-4.991	-6.087	n.a.	-54.149	-53.952	n.a.	5.752	5.962	3,6%
Steuern	-4	0	-	0	0	-	-575	-596	-
Nettogewinn	-4.995	-6.087	n.a.	-54.149	-53.952	n.a.	5.177	5.366	3,6%
EPS (in EUR)	-0,04	-0,04	n.a.	-0,39	-0,39	n.a.	0,04	0,04	3,6%
Bereinigtes EBITDA	28.269	27.173	-3,9%	-26.440	-26.243	n.a.	29.979	30.188	0,7%

Quelle: First Berlin Equity Research Schätzungen

Der Wettbewerb ist sowohl bei Chikungunya als auch bei Lyme-Borreliose begrenzt

Auf Seite 79 ihres Formulars 20-F listet Valneva Konkurrenten im klinischen Stadium für ihre Lyme-Borreliose- und Chikungunya-Programme auf. Von den acht identifizierten Chikungunya-Konkurrenten wurden zwei Programme eingestellt, eines befindet sich noch im präklinischen Stadium und eines ist ein antivirales Medikament. Ein weiteres (Indian Immunologicals) befindet sich seit über 10 Jahren in der Entwicklung, aber der aktuelle Entwicklungsstand wurde nicht veröffentlicht. Wir sind der Ansicht, dass der Impfstoffkandidat von Bavarian Nordic die einzige ernsthafte Konkurrenz für Valnevas VLA1553 darstellt. Dieser Impfstoff wird jedoch voraussichtlich nicht vor 2025 auf den Markt kommen, während VLA1553 schon im Herbst dieses Jahres auf den Markt kommen wird. Was die Lyme-Borreliose anbelangt, so konnten wir kein anderes Unternehmen mit einem Lyme-Borreliose-Impfstoffkandidaten in der klinischen Entwicklung finden. Im April gab Moderna bekannt, dass es ein Lyme-Borreliose-Impfstoffprogramm gestartet hat. Dieses befindet sich jedoch noch in der präklinischen Phase.

Abbildung 4: Wettbewerber Chikungunya und Lyme

Wettbewerber - Chikungunya	Kommentare
Barath Biotech	Impfstoff - Phase 2/3-Abschluss für Dezember 2023 terminiert
Bavarian Nordic	Impfstoff - Phase 3 im April 2023 abgeschlossen. Markteinführung im Jahr 2025 erwartet
DRDE - Defence & R&D Establishment (India)	Antivirales Medikament - schon erhältlich
Indian Immunologicals	Impfstoff - Entwicklungsstadium unbekannt
Inovio	Kein Programm in der aktuellen Pipeline
Moderna	Impfstoff - Das Programm wurde gegen Ende 2021 eingestellt
NIAID - National Institute of Allergy and Infectious Diseases (US)	Bavarian Nordics Impfstoff ist von NIAID einlizenziiert
UAB - Universität Alabama	Antiviral - Das Programm befindet sich noch im präklinischen Stadium

Wettbewerber - Lyme-Borreliose	Kommentare
Euroimmun	Nur Diagnostikum
Inovio	Kein Programm in der aktuellen Pipeline
Mass Biologics	Antikörper - Phase 1 abgeschlossen
Takeda	Kein Programm in der aktuellen Pipeline
Tarsus Pharmaceuticals	Lotilaner - Phase 2a Topline-Ergebnisse H2/23 erwartet

Quelle: Valneva, Konzerne

Kaufempfehlung beibehalten bei unverändertem Kursziel von €8,90 Sowohl im Bereich der Lyme-Borreliose- als auch der Chikungunya-Impfstoffe sind die Impfstoffkandidaten von Valneva weiter fortgeschritten als die der potenziellen Wettbewerber. Außerdem ist der Wettbewerb, wie wir oben gezeigt haben, begrenzt. Auf dieser Grundlage erwarten wir, dass sowohl VLA15 als auch VLA1553 - vorbehaltlich der Zulassung - eine klare Führungsposition auf Märkten einnehmen werden, die einen weltweiten Umsatz von USD1,0 Mrd. (bis 2032) bzw. USD500 Mio. (bis 2030) erzielen. Pfizer wird Valneva gestaffelte Lizenzgebühren von 14% bis 22% auf den Umsatz von VLA15 zahlen, während wir erwarten, dass Valneva eine Marge von 45% auf den Umsatz von VLA1553 nach Abzug der Material- und Vertriebskosten erzielen wird. Gemessen an diesen Zahlen und unter Berücksichtigung der erwarteten Umsätze von USD150 Mio. oder mehr aus dem bestehenden Impfstoffgeschäft in diesem Jahr, halten wir die aktuelle Unternehmensbewertung von USD740 Mio. für zu niedrig. Wir behalten unsere Kaufempfehlung und unser Kursziel von €8,90 (entspricht einer Unternehmensbewertung von USD1,2 Mrd. USD) bei. Unser vollständiges Bewertungsmodell ist unten dargestellt.

Abbildung 5: Bewertungsmodell

Impfstoff	Projekt ¹⁾	Barwert	Markt Größe	Marktanteil 2030	Umsatz 2030	PACME Marge ²⁾	Eskomptierungs-satz	Markteinführungszeit
Ixiaro	Japanische Enzephalitis	€400,7M	€102,3M	90,0%	€921M	40%	10%	-
Dukoral	Cholera & ETEC	€157,9M	€177,8M	25,0%	€44,5M	30%	10%	-
VLA15	Lyme-Borreliose	€752,0M	€909,1M	70,0%	€636,4M	18%	10%	4 Jahre
VLA 1553	Chikungunya-Virus	€718,9M	€463,0M	58,9%	€272,7M	42%	10%	1 Jahr
EB66 Zelllinie	Technologie-Plattform	€11,9M			€19,7M	15%	10%	-
PACME Barwert (BW)		€2.041,3M						
Kosten BW ³⁾		€1.160,3M						
Netto Barwert		€881,0M						
Meilensteine, Produkte Dritter, BW		€248,1M						
Netto liquide Mittel (pro-forma)		€101,8M						
Fairer Wert		€1.230,8M						
Anzahl der Aktien (voll verwässert)		138.347K						
Kursziel		€8,90						

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

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

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

Quelle: First Berlin Equity Research Schätzungen



GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd EUR	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Produktumsätze	65.938	62.984	114.797	139.100	213.825	310.854
Sonstige Umsätze	44.383	285.101	246.506	8.900	9.167	9.442
Gesamtumsatz	110.321	348.086	361.303	148.000	222.992	320.296
Herstellungskosten	-54.302	-187.920	-324.441	-78.113	-98.113	-124.987
Rohertrag	56.019	160.166	36.862	69.887	124.880	195.309
Vertrieb & Marketing	-18.264	-23.643	-23.509	-43.547	-55.905	-68.388
Allgemeine Verwaltungskosten	-27.539	-47.606	-34.073	-39.000	-40.000	-42.000
Forschungs- und Entwicklungskosten	-84.454	-173.283	-104.922	-80.000	-80.000	-80.000
Sonstige betriebliche Aufwendungen/Erträge	19.117	22.976	12.199	101.526	6.000	6.000
Betriebsergebnis (EBIT)	-55.120	-61.390	-113.443	8.865	-45.026	10.921
Nettofinanzergebnis	-10.222	-16.715	-18.794	-14.952	-8.927	-4.959
Fremdführungsgewinne/(-verluste)	173	8.130	-12.587	0	0	0
Assoziierte Unternehmen	-133	-5	9	0	0	0
Ergebnis vor Ertragsteuern	-65.302	-69.979	-144.815	-6.087	-53.952	5.962
Ertragsteuern	909	-3.446	1.536	0	0	-596
Ergebnis nach Ertragsteuern	-64.393	-73.425	-143.279	-6.087	-53.952	5.366
Ergebnis je Aktie	-0,71	-0,75	-1,24	-0,04	-0,39	0,04
Bereinigtes EBITDA	-45.200	-47.100	-69.200	27.173	-26.243	30.188
Margen in %						
Bruttomarge	50,8%	46,0%	10,2%	47,2%	56,0%	61,0%
EBITDA-Marge	-41,0%	-13,5%	-19,2%	18,4%	-11,8%	9,4%
EBIT-Marge	-50,0%	-17,6%	-31,4%	6,0%	-20,2%	3,4%
Nettomarge	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,7%
Ausgaben in % von Umsatz						
Vertrieb & Marketing	-16,6%	-6,8%	-6,5%	-29,4%	-25,1%	-21,4%
Allgemeine Verwaltungskosten	-25,0%	-13,7%	-9,4%	-26,4%	-17,9%	-13,1%
Forschungs- und Entwicklungskosten	-76,6%	-49,8%	-29,0%	-54,1%	-35,9%	-25,0%
Jährliches Wachstum						
Produktumsätze	-49,1%	-4,5%	82,3%	21,2%	53,7%	45,4%
Gesamtumsatz	-12,6%	215,5%	3,8%	-59,0%	50,7%	43,6%
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	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<u>Vermögen</u>						
Umlaufvermögen, gesamt	308.427	585.832	424.659	257.016	229.667	252.821
Liquide Mittel	204.435	346.686	289.430	159.646	79.989	41.440
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	19.232	44.013	23.912	34.775	53.456	71.497
Vorräte	26.933	124.098	35.104	34.775	53.456	77.714
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	57.827	71.035	76.213	27.820	42.765	62.171
Anlagevermögen, gesamt	140.737	231.520	196.685	218.328	259.004	310.634
Sachanlagen	34.778	125.545	112.435	119.855	127.342	134.910
Nutzungsrechte an Leasingobjekten	43.374	48.285	41.603	50.411	77.491	112.655
Goodwill & immaterielle Vermögenswerte	35.409	32.700	28.711	25.733	22.874	20.129
Assoziierte Unternehmen	2.130	2.126	0	0	0	0
Sonstige Vermögenswerte	19.476	19.282	8.299	16.692	25.659	37.303
Latente Steueransprüche	5.570	3.582	5.637	5.637	5.637	5.637
Aktiva	449.164	817.352	621.344	475.344	488.670	563.454
<u>Eigenkapital und Verbindlichkeiten</u>						
Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt	175.870	368.979	277.392	149.470	237.587	318.872
Zinstragende Verbindlichkeiten	6.988	7.107	11.580	21.351	50.842	47.385
Verbind. aus Lieferungen und Leistungen	36.212	68.119	41.491	34.775	53.456	77.714
Sonstige kurzfr. Verbind. und Rückstellungen	13.010	53.658	36.780	34.775	53.456	77.714
Leasingverbindlichkeiten	2.696	3.135	25.411	30.791	47.332	68.809
Steuer- und mitarbeiterbezogene Verbind.	13.164	17.249	15.738	20.865	32.074	46.628
Steuerverbindlichkeiten	0	83	532	278	428	622
Vertrags- u. Rückerstattungsverbindlichkeiten	103.800	219.628	145.860	6.635	0	0
Langfristige Verbindlichkeiten, gesamt	195.872	277.792	124.155	112.144	91.284	79.398
Zinstragende Verbindlichkeiten	46.375	50.726	87.227	76.951	37.630	1.766
Leasingverbindlichkeiten	49.392	53.687	28.163	34.125	52.458	76.261
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	2.900	8.378	1.436	394	544	738
Vertrags- u. Rückerstattungsverbindlichkeiten	97.205	163.711	6.635	0	0	0
Eigenkapital	77.422	170.581	219.797	213.731	159.799	165.184
Passiva	449.164	817.352	621.344	475.344	488.670	563.454
<u>Kennzahlen</u>						
Current ratio (x)	1,75	1,59	1,53	1,72	0,97	0,79
Quick ratio (x)	1,60	1,25	1,40	1,49	0,74	0,55
Nettoverschuldungsgrad	-127,8%	-136,0%	-62,4%	1,7%	67,8%	92,5%
Buchwert je Aktie (€)	0,85	1,88	2,42	2,35	1,76	1,82
Eigenkapitalquote	17,2%	20,9%	35,4%	45,0%	32,7%	29,3%



CASHFLOWRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd EUR	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Ergebnis nach Ertragsteuern	-64.393	-73.425	-143.279	-6.087	-53.952	5.366
Gesamtabschreibungen	7.328	11.497	17.880	18.308	18.782	19.267
Wertminderung von Vermögenswerten	0	0	0	0	0	0
Aktienbasierte Vergütung	0	0	0	0	0	0
Steuerrückstellungen	0	0	0	0	0	0
Bereinigung von zahlungsunwirksamen Tra	37.941	56.476	44.070	18.308	18.782	19.267
Änderungen der langfristigen Betriebsverm	88.472	59.353	-147.713	0	0	0
Investitionen ins Working Capital	77.740	36.127	1.732	27.111	-4.612	228
Rückerstattungsverbindlichkeiten	0	0	0	-145.860	-6.635	0
Sonstige	0	0	0	0	0	0
Steuern	-2.021	-1.631	-154	0	0	0
Operativer Cashflow	137.738	76.901	-245.344	-106.528	-46.417	24.861
Investitionen in Sachanlagen	-18.936	-92.229	-29.246	-22.000	-22.660	-23.340
Investitionen in immaterielle Vermögenswer	-535	-942	-76	-750	-750	-750
Freier Cashflow	118.267	-16.270	-274.666	-129.278	-69.827	771
Akquisitionen & Veräußerungen, netto	24	0	8	0	0	0
Zinserträge	107	55	260	0	0	0
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-19.340	-93.116	-29.054	-22.750	-23.410	-24.090
FK-Finanzierung, netto	28.271	-1.097	37.538	-505	-9.830	-39.321
EK-Finanzierung, netto	290	166.823	189.837	0	0	0
Tilgung der Leasingverbindlichkeiten	-2.111	-2.805	-3.048	0	0	0
Zinsaufwand	-4.710	-8.417	-9.211	0	0	0
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	21.740	154.504	215.116	-505	-9.830	-39.321
Wechselkurseffekte & sonstige	-142	3.962	2.026	0	0	0
Veränderung der liquiden Mittel	139.996	142.251	-57.256	-129.784	-79.657	-38.550
Cash und Äquiv. am Anfang der Periode	64.439	204.435	346.686	289.430	159.646	79.989
Cash und Äquiv. am Ende der Periode	204.435	346.686	289.430	159.646	79.989	41.440
Bereinigtes EBITDA je Aktie	-0,50	-0,48	-0,60	0,20	-0,19	0,22
Jährliches Wachstum						
Operativer Cashflow	2391,2%	-44,2%	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 Directive (MiFID) II Commission Delegated Regulation and Markets in Financial Instruments Regulations (MiFIR).

Anschrift:

First Berlin Equity Research GmbH

Friedrichstr. 69

10117 Berlin

Germany

Vertreten durch den Geschäftsführer: Martin Bailey

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

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

E-Mail: info@firstberlin.com

Amtsgericht Berlin Charlottenburg HR B 103329 B

UST-Id.: 251601797

Ggf. Inhaltlich Verantwortlicher gem. § 6 MDSStV

First Berlin Equity Research GmbH

Ersteller: Simon Scholes, Analyst

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

Für die Erstellung verantwortliches Unternehmen: First Berlin Equity Research GmbH, Friedrichstraße 69, 10117 Berlin

Die Erstellung dieser Empfehlung wurde am 22. Mai 2023 um 11:21 Uhr abgeschlossen.

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

Copyright© 2023 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 ¹	erwartete positive Kursentwicklung von:	> 50%	> 30%
Buy	erwartete positive Kursentwicklung von:	> 25%	> 15%
Add	erwartete positive Kursentwicklung zwischen:	0% to 25%	0% to 15%
Reduce	erwartete negative Kursentwicklung zwischen:	0% to -15%	0% to -10%
Sell	erwartete negative Kursentwicklung von:	< -15%	< -10%

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

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

RISIKOBEWERTUNG

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

ANLAGEEMPFEHLUNG- & KURSZIELHISTORIE

Bericht Nr.:	Tag der Veröffentlichung	Schlusskurs Vortag	Anlageempfehlung	Kursziel/Bewertung
Initial Report	26. April 2017	€ 2,52	Buy	€ 4,00
2...32	↓	↓	↓	↓
33	12. November 2021	€ 21,60	Buy	€ 23,40
34	16. Dezember 2021	€ 22,36	Add	€ 23,40
35	27. Januar 2022	€ 15,21	Buy	€ 23,40
36	10. Februar 2022	€ 15,03	Buy	€ 22,10
37	6. Juli 2022	€ 11,12	Add	€ 12,00
38	26. Juli 2022	€ 9,75	Buy	€ 12,50
39	19. August 2022	€ 9,91	Add	€ 12,00
40	4. April 2023	€ 4,86	Buy	€ 8,90
41	Heute	€ 5,69	Buy	€ 8,90

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.