

# Valneva SE

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

Umsatz und Liquidität  
 2023; erstmalige  
 Guidance 2024

## BEWERTUNG

### KURSZIEL

Aufwärtspotenzial  
 Risikobewertung

## BUY

€ 8,60

167,9%  
 High

## KURSSCHWÄCHE BIETET KAUFGELEGENHEIT

Die Produktumsätze im GJ/23 erholten sich stark (+26% auf €144,6 Mio.), was mit der wiederauflebenden Reiseaktivität zusammenhängt. Die aktuelle Cash-Position ist höher als die Jahresendzahl von €126,1 Mio. (wir schätzen ca. €200 Mio.), da Valneva Anfang Februar €95 Mio. für den Verkauf eines Priority-Review-Gutscheins erhalten hat, und wir gehen davon aus, dass sich Valnevas Cash-Runway bis 2025 erstreckt. Die Umsatzprognose für das Jahr 2024 in Höhe von €150 Mio. bis €180 Mio. beinhaltet ein Umsatzwachstum von mehr als 10 % für die Reiseimpfstoffe Ixiaro (Japanische Enzephalitis) und Dukoral (Cholera und ETEC), deutet jedoch auf einen langsameren Anstieg der Umsätze des Chikungunya-Impfstoffs Ixchiq (im November 2023 von der FDA zugelassen) hin, als wir zuvor angenommen hatten. Wir sind weiterhin der Ansicht, dass der Markt die mittel- und langfristigen Aussichten sowohl für Ixchiq als auch für den Borreliose-Impfstoffkandidaten VLA15 (Markteinführung für 2027 geplant) unterbewertet. Aufgrund der niedrigeren Umsatzzahlen für Ixchiq in den Jahren 2024 und 2025, als wir zuvor prognostiziert hatten, senken wir jedoch das Kursziel von €8,90 auf €8,60. Wir behalten unsere Kaufempfehlung bei.

**Produktumsatz im Rahmen der Guidance** Der Produktumsatz stieg im Jahr 2023 um 26,0 % auf €144,6 Mio. (2022: €114,8 Mio.) und lag damit im Rahmen der Prognose von €130 Mio. bis €150 Mio. Der Anstieg ist auf eine Erholung der Reisebranche und Preiserhöhungen zurückzuführen. Die Umsätze mit den Reiseimpfstoffen Ixiaro und Dukoral stiegen um 78% auf €73,5 Mio. bzw. um 72% auf €29,8 Mio. Der Umsatz mit Reiseimpfstoffen von Drittanbietern stieg um 34% auf €35,7 Millionen und wurde hauptsächlich durch den Verkauf der Impfstoffe Rabipur/RabAvert (Tollwut) und Encepur (Zeckenenzephalitis) im Rahmen der Vertriebsvereinbarung mit Bavarian Nordic getragen. Der Umsatz mit dem Impfstoff COVID-19 fiel auf €5,7 Mio. (2022: €29,6 Mio.). Valneva hat sein COVID-19-Programm eingestellt und vermarktet den Impfstoff nicht mehr.

(b.w.)

## FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Umsatz (€ Mio.)	110,32	348,09	361,30	153,70	174,26	244,52
Jährliches Wachstum	-12,6%	215,5%	3,8%	-57,5%	13,4%	40,3%
EBIT (€ Mio.)	-55,12	-61,39	-113,44	-84,05	23,56	-36,54
EBIT-Marge	na	na	na	na	13,5%	na
Jahresübers. (€ Mio.)	-64,39	-73,43	-143,28	-99,00	8,10	-48,08
EPS (verwässert) (€)	-0,71	-0,75	-1,24	-0,72	0,06	-0,35
DPS (€)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF (€ Mio.)	118,27	-16,27	-274,67	-245,81	3,80	-58,89
Nettoverschuldungsgrad	-127,8%	-136,0%	-62,4%	101,5%	99,7%	272,1%
Liquide Mittel (€ Mio.)	204,44	346,69	289,43	125,81	92,98	4,09

## RISIKEN

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

## UNTERNEHMENSPROFIL

Valneva ist ein Spezialimpfstoffunternehmen, das Impfstoffe gegen Infektionskrankheiten entwickelt und vermarktet, für die es einen erheblichen ungedeckten medizinischen Bedarf gibt. Valneva hat bereits zwei Impfstoffe erfolgreich vermarktet und mehrere Impfstoffkandidaten erfolgreich in und durch die Klinik begleitet, darunter Kandidaten gegen Borreliose, das Chikungunya-Virus und COVID-19. Valneva hat ihren Sitz in Frankreich und beschäftigte Ende Juni 2023 über 700 Mitarbeiter.

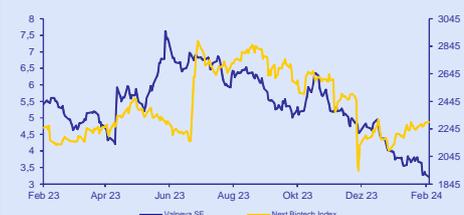
## HANDELSDATEN

Stand: 26. Feb 2024

Schlusskurs	€ 3,21
Aktien im Umlauf	138,91 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 445,91 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 3,21 / 7,62
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	359.567

Multiples	2022	2023E	2024E
KGV	n.a.	n.a.	55,1
EV/Sales	1,0	2,4	2,1
EV/EBIT	n.a.	n.a.	15,9
Div.-Rendite	0,0%	0,0%	0,0%

## KURSÜBERSICHT



## UNTERNEHMENS DATEN

Stand: 30. Sep 2023

Liquide Mittel	€ 171,25 Mio.
Kurzfristige Vermögenswerte	€ 320,65 Mio.
Immaterielle Vermögenswerte	€ 26,34 Mio.
Bilanzsumme	€ 520,54 Mio.
Kurzfristige Verbindlichkeiten	€ 218,15 Mio.
Eigenkapital	€ 157,52 Mio.

## AKTIONÄRSSTRUKTUR

Groupe Grimaud La Corbière	9,3%
CDC	8,6%
Deep Track Capital	5,8%
Pfizer Inc.	6,9%
Free Float and other	69,4%

**Abbildung 1: GJ/23 Umsatz- und Liquiditätszahlen ggü. unseren Schätzungen**

€ Mio.	Gj/23A	Gj/23 Fbe	FY/23A ggü. FY23 Fbe	FY/22A	FY/23A ggü. FY22A
<b>Liquide Mittel</b>	<b>126,1</b>	<b>148,3</b>	<b>-15,0%</b>	<b>289,4</b>	<b>-56,4%</b>
<b>Produktumsätze</b>	<b>144,6</b>	<b>138,3</b>	<b>4,6%</b>	<b>114,8</b>	<b>26,0%</b>
wovon:					
Ixiaro	73,5	59,4	23,7%	41,3	77,8%
Dukoral	29,8	33,1	-10,1%	17,3	71,6%
Ixchiq	0,0	3,6	n.a.	0,0	n.a.
COVID-19	5,7	5,7	-0,9%	29,6	-80,9%
Produktumsätze Dritter	35,7	36,5	-2,2%	26,5	34,7%
Sonstige Umsätze	9,1	10,0	-9,0%	246,5	-96,3%
<b>Gesamtumsatz</b>	<b>153,7</b>	<b>148,3</b>	<b>3,6%</b>	<b>361,3</b>	<b>-57,5%</b>

Quelle: Valneva; First Berlin Equity Research Schätzungen

Die sonstigen Umsatzerlöse beliefen sich auf €9,1 Mio. (2022: €246,5 Mio.). Im Jahr 2022 stammten die sonstigen Umsatzerlöse hauptsächlich aus COVID-bezogenen Einmaleffekten im Zusammenhang mit der Auflösung von Verbindlichkeiten aus Vorabkaufvereinbarungen gegenüber der britischen Regierung und den EU-Mitgliedstaaten. Die Gesamteinnahmen beliefen sich daher auf €153,7 Mio. (2022: €361,3 Mo.).

#### **Wir sind der Ansicht, dass Valnevas Liquiditätsspielraum bis ins Jahr 2025 reicht**

Letztes Jahr verdoppelte Valneva den Kapitalbetrag seiner Schuldenvereinbarung mit Deerfield und Orbimed von USD100 Mio. auf USD200 Mio. USD50 Mio. brutto wurden in Q3/23 und weitere USD50 Mio. brutto in Q4/24 in Anspruch genommen. Wir schätzen den gesamten Nettoerlös auf €80 Mio. bis €90 Mio., was einen Mittelabfluss vor Finanzierung im Jahr 2023 von ca. €250 Mio. impliziert. Der größte Teil dieses Mittelabflusses bestand aus Zahlungen an Pfizer für die Durchführung der Phase-3-Studie zur Lyme-Borreliose, VALOR.

Valneva erhielt nach der FDA-Zulassung seines Chikungunya-Impfstoffs Ixchiq im November letzten Jahres einen Priority Review Voucher (PRV). Am 5. Februar gab Valneva bekannt, dass das Unternehmen den PRV für USD103 Mio. (€95 Mio.) verkauft hatte. Valnevas aktueller Barmittelbestand dürfte sich daher auf nahezu €200 Mio. belaufen. Valneva geht davon aus, dass sich die F&E-Ausgaben in diesem Jahr auf €65 Mio. bis €90 Mio. belaufen werden, während sie im Jahr 2023 bei €60 Mio. bis €70 Mio. liegen werden. Die Hauptbestandteile der F&E-Ausgaben im Jahr 2024 werden die Phase-1-Studie für den Zika-Impfstoff (die noch in diesem Quartal beginnen soll) und für Ixchiq die laufende pädiatrische Phase-2-Studie, der Beginn einer Phase-3-Studie bei immungeschwächten Personen im ersten Halbjahr 2024 und der Beginn eines klinischen Phase-4-Programms bis zum Jahresende sein. Während die Ausgaben für Forschung und Entwicklung im Jahr 2024 höher sein werden als im Jahr 2023, erwarten wir, dass der Mittelabfluss an Pfizer im Zusammenhang mit VALOR geringer sein wird, da Valnevas Kostenbeiträge voraussichtlich im ersten Halbjahr 2014 abgeschlossen werden. Wir glauben daher, dass Valnevas Cash-Runway bis ins Jahr 2025 reicht.

#### **Entscheidung darüber, ob das Zika-Programm über die Phase 1 hinausgeht, wahrscheinlich bis Ende 2024**

Wie die Unternehmensleitung im vergangenen Jahr erklärte, hängt es von drei Faktoren ab, ob die Entwicklung des Zika-Impfstoffkandidaten über die Phase 1 hinausgeht. Diese sind (1) ob Valneva in der Lage sein wird, VLA1601 zu einem klassenbesten Impfstoff zu machen; (2) das Potenzial des Impfstoffs auf dem Reisemarkt und (3) ob die Möglichkeit besteht, eine Partnerschaft einzugehen, die die Rentabilität nach dem Vorbild der CEPI-Partnerschaft (Coalition for Endemic Preparedness) für Ixchiq verbessern könnte.

Das Management hat angedeutet, dass die Zika-Phase-1-Studie wahrscheinlich bis Ende dieses Jahres abgeschlossen sein wird und, dass daher eine Entscheidung über die Fortsetzung der Phase 2 ebenfalls bis zum Jahresende zu erwarten ist.

**Wir gehen nun von einem langsameren Anstieg des Ixchiq-Umsatzes aus als zuvor**  
Valveva rechnet mit einem Produktumsatz von €150 Mio. bis €180 Mio. im Jahr 2024. Das Management rechnet mit einem Umsatzwachstum von mehr als 10 % sowohl für Ixiaro als auch für Dukoral, da sich der Reiseverkehr weiter von der Pandemie erholt. Es wird jedoch erwartet, dass die Verkäufe des erstgenannten Impfstoffs durch Engpässe in der Lieferkette beeinträchtigt werden. Auch bei den Produkten von Drittanbietern dürften Lieferkettenengpässe ein Problem darstellen. Ausgehend von den Wachstumserwartungen des Unternehmens für Ixiaro und Dukoral und unter der Annahme, dass die Verkäufe von Fremdprodukten langsam verlaufen und der Impfstoff COVID-19 keinen Beitrag leistet, kommen wir zu einer Umsatzspanne für Ixchiq von ca. €10 Mio. bis €40 Mio. im Jahr 2024. Dies ist eine bescheidene Zahl im Vergleich zum langfristigen Potenzial des Impfstoffs. Das Beratungsunternehmen VacZine Analytics schätzt den Wert des Chikungunya-Impfstoffmarktes bis 2032 auf USD 500 Mio., und Ixchiq ist derzeit der einzige zugelassene Impfstoff gegen diese Krankheit.

Wir gehen davon aus, dass die implizite Unternehmensprognose für Ixchiq durch die Vorsicht in der Anfangsphase der Markteinführung eines Impfstoffs für eine Krankheit bedingt ist, die in den USA noch relativ wenig bekannt ist und für die das US Advisory Committee on Immunization Practices noch eine Empfehlung abgeben muss (diese wird für Ende dieses Monats erwartet). Dennoch gehen wir jetzt von einem langsameren Anstieg der Ixchiq-Verkäufe aus als zuvor. Unsere Ixchiq-Umsatzzahlen für 2024 und 2025 liegen nun bei €25 Mio. bzw. €88 Mio. (zuvor: €68 Mio. bzw. €59 Mio.).

## Abbildung 2: Änderungen an unseren Schätzungen

Alle Angaben in Tsd EUR	2023E			2024E			2025E		
	Alt	Neu	% Δ	Alt	Neu	% Δ	Alt	Neu	% Δ
<b>Produktumsätze</b>	<b>139.100</b>	<b>138.327</b>	<b>-0,6%</b>	<b>213.825</b>	<b>221.006</b>	<b>3,4%</b>	<b>310.854</b>	<b>319.730</b>	<b>2,9%</b>
wovon:									
Ixiaro	67.127	59.391	-11,5%	76.364	78.455	2,7%	79.091	82.674	4,5%
Dukoral	33.200	33.100	-0,3%	36.520	36.410	-0,3%	38.346	38.231	-0,3%
VLA2001	0	5.700	n.a.	0	0	-	0	0	-
Chikungunya	7.273	3.636	-50,0%	68.182	68.182	0,0%	159.347	159.347	0,0%
Produktumsätze Dritter	31.500	36.500	15,9%	32.760	37.960	15,9%	34.070	39.478	15,9%
Sonstige Umsätze	8.900	10.000	12,4%	9.167	9.167	0,0%	9.442	9.442	0,0%
<b>Gesamtumsatz</b>	<b>148.000</b>	<b>148.327</b>	<b>0,2%</b>	<b>222.992</b>	<b>230.173</b>	<b>3,2%</b>	<b>320.296</b>	<b>329.172</b>	<b>2,8%</b>
Rohertrag	69.887	52.793	-24,5%	124.880	127.759	2,3%	195.309	199.233	2,0%
Marge (%)	47,2%	35,6%	-	56,0%	55,5%	-	61,0%	60,5%	-
Vertrieb & Marketing	-43.547	-46.560	-	-55.905	-57.485	-	-68.388	-70.341	-
Allgemeine Verwaltungskosten	-39.000	-39.000	-	-40.000	-40.000	-	-42.000	-42.000	-
Forschung und Entwicklungskosten	-80.000	-71.000	-	-80.000	-80.000	-	-80.000	-80.000	-
Sonstige betriebliche Aufw./Erträge, Netto	101.526	110.500	8,8%	6.000	6.000	0,0%	6.000	6.000	0,0%
<b>EBIT</b>	<b>8.865</b>	<b>6.733</b>	<b>-24,0%</b>	<b>-45.026</b>	<b>-43.726</b>	<b>-</b>	<b>10.921</b>	<b>12.892</b>	<b>18,0%</b>
Marge (%)	6,0%	4,5%	-	-20,2%	-19,0%	-	3,4%	3,9%	-
Nettofinanzergebnis	-14.952	-14.952	-	-8.927	-8.927	-	-4.959	-4.959	-
<b>Gewinn vor Steuern</b>	<b>-6.087</b>	<b>-8.219</b>	<b>n.a.</b>	<b>-53.952</b>	<b>-52.653</b>	<b>n.a.</b>	<b>5.962</b>	<b>7.933</b>	<b>33,1%</b>
Steuern	0	0	-	0	0	-	-596	-793	-
<b>Nettogewinn</b>	<b>-6.087</b>	<b>-8.219</b>	<b>n.a.</b>	<b>-53.952</b>	<b>-52.653</b>	<b>n.a.</b>	<b>5.366</b>	<b>7.140</b>	<b>33,1%</b>
EPS (in EUR)	-0,04	-0,06	n.a.	-0,39	-0,38	n.a.	0,04	0,05	33,1%
<b>Bereinigtes EBITDA</b>	<b>27.173</b>	<b>25.041</b>	<b>-7,8%</b>	<b>-26.243</b>	<b>-24.944</b>	<b>n.a.</b>	<b>30.188</b>	<b>32.159</b>	<b>6,5%</b>

Quelle: First Berlin Equity Research Schätzungen



**Wir behalten unsere Kaufempfehlung bei, senken jedoch das Kursziel von €8,90 auf €8,60** Die Senkung unserer kurzfristigen Prognosen für Ixchiq und Produkte von Drittanbietern ergibt sich aus den Prognosen des Managements für Ixiaro und Dukoral sowie aus der Aussage, dass der Verkauf von Produkten von Drittanbietern Lieferengpässen unterliegen wird. Die Erhöhung unserer EBIT-Prognose für 2024 spiegelt den Verkauf von PRV für €95 Mio. Anfang dieses Monats wider. Zuvor waren wir davon ausgegangen, dass diese Transaktion im vergangenen Jahr stattfinden würde. Diese Änderungen unserer Prognosen veranlassen uns, unser Kursziel von €8,90 auf €8,60 zu senken.

**Abbildung 3: 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	€438,6M	€114,4M	90,0%	€12,9M	40%	10%	-
Dukoral	Cholera & ETEC	€184,5M	€162,8M	25,0%	€40,7M	30%	10%	-
VLA15	Lyme-Borreliose	€752,0M	€909,1M	70,0%	€636,4M	18%	10%	3 Jahre
VLA 1553	Chikungunya-Virus	€605,6M	€463,0M	58,9%	€272,7M	42%	10%	-
EB66 Zelllinie	Technologie-Plattform	€11,9M			€19,7M	15%	10%	-
<b>PACME Barwert (BW)</b>		<b>€1.992,5M</b>						
<b>Kosten BW <sup>3)</sup></b>		<b>€1.031,6M</b>						
<b>Nettobarwert</b>		<b>€961,0M</b>						
Meilensteine, Produkte Dritter, BW		€161,6M						
Netto liquide Mittel (pro-forma)		€71,8M						
<b>Fairer Wert</b>		<b>€1.194,3M</b>						
Anzahl der Aktien (voll verwässert)		138.912K						
<b>Kursziel</b>		<b>€8,60</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 4: Änderungen an unserem Bewertungsmodell**

	Alt	Neu	Delta
<b>PACME Barwert (BW)</b>	<b>€2.036,5M</b>	<b>€1.992,5M</b>	<b>-2,2%</b>
Kosten BW	€1.121,0M	€1.031,6M	-8,0%
<b>NPV</b>	<b>€915,5M</b>	<b>€961,0M</b>	<b>5,0%</b>
Meilensteine, Produkte Dritter, BW	€260,7M	€161,6M	-38,0%
Netto liquide Mittel (pro-forma)	€55,2M	€71,8M	30,0%
<b>Fairer Wert</b>	<b>€1.231,3M</b>	<b>€1.194,3M</b>	<b>-3,0%</b>
Anzahl der Aktien (voll verwässert)	138.347K	138.912K	0,4%
<b>Kursziel</b>	<b>€8,90</b>	<b>€8,60</b>	<b>-3,4%</b>

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	144.600	165.260	235.255
Sonstige Umsätze	44.383	285.101	246.506	9.100	9.000	9.270
<b>Gesamtumsatz</b>	<b>110.321</b>	<b>348.086</b>	<b>361.303</b>	<b>153.700</b>	<b>174.260</b>	<b>244.525</b>
Herstellungskosten	-54.302	-187.920	-324.441	-99.347	-91.121	-113.311
<b>Rohertrag</b>	<b>56.019</b>	<b>160.166</b>	<b>36.862</b>	<b>54.353</b>	<b>83.138</b>	<b>131.214</b>
Vertrieb & Marketing	-18.264	-23.643	-23.509	-47.900	-39.575	-51.756
Allgemeine Verwaltungskosten	-27.539	-47.606	-34.073	-47.300	-40.000	-42.000
Forschungs- und Entwicklungskosten	-84.454	-173.283	-104.922	-65.200	-80.000	-80.000
Sonstige betriebliche Aufwendungen/Erträge	19.117	22.976	12.199	22.000	100.000	6.000
<b>Betriebsergebnis (EBIT)</b>	<b>-55.120</b>	<b>-61.390</b>	<b>-113.443</b>	<b>-84.047</b>	<b>23.564</b>	<b>-36.542</b>
Nettofinanzergebnis	-10.222	-16.715	-18.794	-14.952	-14.566	-11.539
Fremdährungsgewinne/(-verluste)	173	8.130	-12.587	0	0	0
Assoziierte Unternehmen	-133	-5	9	0	0	0
<b>Ergebnis vor Ertragsteuern</b>	<b>-65.302</b>	<b>-69.979</b>	<b>-144.815</b>	<b>-98.999</b>	<b>8.998</b>	<b>-48.082</b>
Ertragsteuern	909	-3.446	1.536	0	-900	0
<b>Ergebnis nach Ertragsteuern</b>	<b>-64.393</b>	<b>-73.425</b>	<b>-143.279</b>	<b>-98.999</b>	<b>8.098</b>	<b>-48.082</b>
<b>Ergebnis je Aktie</b>	<b>-0,71</b>	<b>-0,75</b>	<b>-1,24</b>	<b>-0,72</b>	<b>0,06</b>	<b>-0,35</b>
<b>Bereinigtes EBITDA</b>	<b>-45.200</b>	<b>-47.100</b>	<b>-69.200</b>	<b>-65.739</b>	<b>42.346</b>	<b>-17.276</b>
<b>Margen in %</b>						
Bruttomarge	50,8%	46,0%	10,2%	35,4%	47,7%	53,7%
EBITDA-Marge	-41,0%	-13,5%	-19,2%	-42,8%	24,3%	-7,1%
EBIT-Marge	-50,0%	-17,6%	-31,4%	-54,7%	13,5%	-14,9%
Nettomarge	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	4,6%	n.a.
<b>Ausgaben in % von Umsatz</b>						
Vertrieb & Marketing	-16,6%	-6,8%	-6,5%	-31,2%	-22,7%	-21,2%
Allgemeine Verwaltungskosten	-25,0%	-13,7%	-9,4%	-30,8%	-23,0%	-17,2%
Forschungs- und Entwicklungskosten	-76,6%	-49,8%	-29,0%	-42,4%	-45,9%	-32,7%
<b>Jährliches Wachstum</b>						
Produktumsätze	-49,1%	-4,5%	82,3%	26,0%	14,3%	42,4%
Gesamtumsatz	-12,6%	215,5%	3,8%	-57,5%	13,4%	40,3%
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
<b>Vermögen</b>						
<b>Umlaufvermögen, gesamt</b>	<b>308.427</b>	<b>585.832</b>	<b>424.659</b>	<b>280.535</b>	<b>258.236</b>	<b>234.637</b>
Liquide Mittel	204.435	346.686	289.430	125.813	92.976	4.088
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	19.232	44.013	23.912	46.272	41.315	54.109
Vorräte	26.933	124.098	35.104	37.596	42.967	61.166
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	57.827	71.035	76.213	70.854	80.977	115.275
<b>Anlagevermögen, gesamt</b>	<b>140.737</b>	<b>231.520</b>	<b>196.685</b>	<b>220.981</b>	<b>235.575</b>	<b>274.164</b>
Sachanlagen	34.778	125.545	112.435	119.855	127.342	134.910
Nutzungsrechte an Leasingobjekten	43.374	48.285	41.603	52.404	59.891	85.257
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	17.352	19.831	28.231
Latente Steueransprüche	5.570	3.582	5.637	5.637	5.637	5.637
<b>Aktiva</b>	<b>449.164</b>	<b>817.352</b>	<b>621.344</b>	<b>501.516</b>	<b>493.811</b>	<b>508.801</b>
<b>Eigenkapital und Verbindlichkeiten</b>						
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt</b>	<b>175.870</b>	<b>368.979</b>	<b>277.392</b>	<b>197.144</b>	<b>206.681</b>	<b>277.837</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten	6.988	7.107	11.580	34.000	27.812	23.207
Verbind. aus Lieferungen und Leistungen	36.212	68.119	41.491	66.371	75.854	107.982
Sonstige kurzfr. Verbind. und Rückstellungen	13.010	53.658	36.780	36.150	41.315	58.814
Leasingverbindlichkeiten	2.696	3.135	25.411	32.008	36.581	52.075
Steuer- und mitarbeiterbezogene Verbind.	13.164	17.249	15.738	21.690	24.789	35.288
Steuerverbindlichkeiten	0	83	532	289	331	471
Vertrags- u. Rückerstattungsverbindlichkeiten	103.800	219.628	145.860	6.635	0	0
<b>Langfristige Verbindlichkeiten, gesamt</b>	<b>195.872</b>	<b>277.792</b>	<b>124.155</b>	<b>183.553</b>	<b>158.193</b>	<b>150.090</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten	46.375	50.726	87.227	147.000	116.550	91.155
Leasingverbindlichkeiten	49.392	53.687	28.163	35.475	40.543	57.715
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	2.900	8.378	1.436	405	447	587
Vertrags- u. Rückerstattungsverbindlichkeiten	97.205	163.711	6.635	0	0	0
<b>Eigenkapital</b>	<b>77.422</b>	<b>170.581</b>	<b>219.797</b>	<b>120.819</b>	<b>128.937</b>	<b>80.875</b>
<b>Passiva</b>	<b>449.164</b>	<b>817.352</b>	<b>621.344</b>	<b>501.516</b>	<b>493.811</b>	<b>508.801</b>
<b>Kennzahlen</b>						
Current ratio (x)	1,75	1,59	1,53	1,42	1,25	0,84
Quick ratio (x)	1,60	1,25	1,40	1,23	1,04	0,62
Nettoverschuldungsgrad	-127,8%	-136,0%	-62,4%	101,5%	99,7%	272,1%
Buchwert je Aktie (€)	0,85	1,88	2,42	1,33	1,42	0,89
Eigenkapitalquote	17,2%	20,9%	35,4%	24,1%	26,1%	15,9%



## CASHFLOWRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd EUR	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>Ergebnis nach Ertragsteuern</b>	<b>-64.393</b>	<b>-73.425</b>	<b>-143.279</b>	<b>-98.999</b>	<b>8.098</b>	<b>-48.082</b>
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	3.491	6.967	-5.985
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
<b>Operativer Cashflow</b>	<b>137.738</b>	<b>76.901</b>	<b>-245.344</b>	<b>-223.060</b>	<b>27.212</b>	<b>-34.799</b>
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
<b>Freier Cashflow</b>	<b>118.267</b>	<b>-16.270</b>	<b>-274.666</b>	<b>-245.810</b>	<b>3.802</b>	<b>-58.889</b>
Akquisitionen & Veräußerungen, netto	24	0	8	0	0	0
Zinserträge	107	55	260	0	0	0
<b>Cashflow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-19.340</b>	<b>-93.116</b>	<b>-29.054</b>	<b>-22.750</b>	<b>-23.410</b>	<b>-24.090</b>
FK-Finanzierung, netto	28.271	-1.097	37.538	82.193	-36.638	-29.999
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
<b>Cashflow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>21.740</b>	<b>154.504</b>	<b>215.116</b>	<b>82.193</b>	<b>-36.638</b>	<b>-29.999</b>
Wechselkurseffekte & sonstige	-142	3.962	2.026	0	0	0
<b>Veränderung der liquiden Mittel</b>	<b>139.996</b>	<b>142.251</b>	<b>-57.256</b>	<b>-163.617</b>	<b>-32.836</b>	<b>-88.888</b>
Cash und Äquiv. am Anfang der Periode	64.439	204.435	346.686	289.430	125.813	92.976
<b>Cash und Äquiv. am Ende der Periode</b>	<b>204.435</b>	<b>346.686</b>	<b>289.430</b>	<b>125.813</b>	<b>92.976</b>	<b>4.088</b>
<b>Bereinigtes EBITDA je Aktie</b>	<b>-0,50</b>	<b>-0,48</b>	<b>-0,60</b>	<b>-0,48</b>	<b>0,30</b>	<b>-0,12</b>
<b>Jährliches Wachstum</b>						
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 Regulations (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](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 27. Februar 2024 um 16:45 Uhr abgeschlossen.

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

**Copyright© 2024 First Berlin Equity Research GmbH.** Kein Teil dieser Finanzanalyse darf ohne vorherige schriftliche Genehmigung durch die First Berlin Equity Research GmbH kopiert, fotokopiert, vervielfältigt oder weiterverbreitet werden, gleich in welcher Form und durch welches Medium. Bei Zitaten ist die First Berlin Equity Research GmbH als Quelle anzugeben. Weitere Informationen sind auf Anfrage erhältlich.

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

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

#### **INTERESSENKONFLIKTE**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**STICHTAGE VON KURSEN**

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

**ABSTIMMUNG MIT DEM ANALYSIERTEN UNTERNEHMEN UND EINFLUSSNAHME**

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

**ANLAGEBEWERTUNGSSYSTEM**

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

**ANLAGEEMPFEHLUNG**

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

Kategorie		1	2
Aktuelle Marktkapitalisierung (in €)		0 - 2 Milliarden	> 2 Milliarden
Strong Buy <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...34	↓	↓	↓	↓
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	22. Mai 2023	€ 5,69	Buy	€ 8,90
42	12. Oktober 2023	€ 5,46	Buy	€ 8,90
43	Heute	€ 3,21	Buy	€ 8,60

### ANLAGEHORIZONT

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

### AKTUALISIERUNG

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

### ÄNDERUNGSVORBEHALT

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

### Die gesetzlich erforderlichen Angaben über

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

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

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

### HAFTUNGSAUSSCHLUSS (DISCLAIMER)

#### ZUVERLÄSSIGKEIT VON INFORMATIONEN UND 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.**