

# Valneva SE

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

Update

## BEWERTUNG

### KURSZIEL

Aufwärtspotenzial  
 Risikobewertung

## BUY

€ 8,90

63,0%  
 High

## KURSSCHWÄCHE BIETET KAUFGELEGENHEIT

Sowohl der Umsatz in Q2/23 als auch das bereinigte EBITDA lagen über unseren Prognosen und den Konsensprognosen, und das Management hat seine Prognose für den Produktumsatz im Gesamtjahr von €130 Mio. bis €150 Mio. bekräftigt, was bedeutet, dass der bisherige Höchststand von €129,5 Mio. (2019) vor der Pandemie übertroffen werden wird. Der Aktienkurs ist unter €6,00 gefallen, da die Befürchtung besteht, dass die Zinssätze länger als vom Markt erhofft auf hohem Niveau bleiben werden. VLA1553 von Valneva wird der erste Chikungunya-Impfstoff sein, der auf den Markt kommt (geschätzter Wert des Chikungunya-Impfstoffmarktes: USD500 Mio. bis 2032), wenn er, wie wir erwarten, bis Ende November die Zulassung der FDA erhält. Die Daten von VLA1553 (Zeit bis zum Einsetzen der Immunität, Dauer der Antikörperresistenz) lassen sich gut mit denen des nächsten konkurrierenden Chikungunya-Impfstoffkandidaten, dem CHIKV VLP von Bavarian Nordic, vergleichen, dessen Markteinführung nicht vor 2025 geplant ist. Wir sind der Meinung, dass die Zulassung von VLA1553 eine Aktienrallye auslösen wird, die sich Anfang 2024 beschleunigen wird, wenn der Markt beginnt, sich auf die Aussichten auf einen möglichen Rückgang der Zinssätze zu konzentrieren. Wir behalten unsere Kaufempfehlung sowie unser Kursziel von €8,90 bei.

**Produktumsätze übertreffen Konsensschätzungen wahrscheinlich aufgrund von Covid-19-Impfstoffverkäufen und Impfstoffverkäufen von Dritten** Die Produktumsätze in Q2/23 stiegen um 119,9% auf €37,6 Mio. (Q2/22: €17,1 Mio.), angetrieben durch die anhaltende Erholung der Nachfrage nach Reiseimpfstoffen. Die Produktumsätze lagen 22,5% über der Konsensschätzung der Analysten (die das Unternehmen im Vorfeld der Veröffentlichung der Ergebnisse bekannt gab). Wir haben keine Konsensschätzung für die einzelnen Produkte erhalten, aber auf der Grundlage unserer eigenen Prognosen gehen wir davon aus, dass der Umsatzanstieg bei den Produktumsätzen hauptsächlich auf die Umsätze mit dem Covid-19-Impfstoff und auf die Umsätze mit Dritten zurückzuführen ist.

## FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Umsatz (€ Mio.)	110,32	348,09	361,30	148,33	230,17	329,17
Jährliches Wachstum	-12,6%	215,5%	3,8%	-58,9%	55,2%	43,0%
EBIT (€ Mio.)	-55,12	-61,39	-113,44	6,73	-43,73	12,89
EBIT-Marge	na	na	na	4,5%	na	3,9%
Jahresübers. (€ Mio.)	-64,39	-73,43	-143,28	-8,22	-52,65	7,14
EPS (verwässert) (€)	-0,71	-0,75	-1,24	-0,06	-0,38	0,05
DPS (€)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF (€ Mio.)	118,27	-16,27	-274,67	-131,36	-69,02	2,62
Nettoverschuldungsgrad	-127,8%	-136,0%	-62,4%	2,5%	71,0%	94,1%
Liquide Mittel (€ Mio.)	204,44	346,69	289,43	157,56	78,71	42,01

## 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: 11. Okt 2023

Schlusskurs	€ 5,46
Aktien im Umlauf	138,35 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 755,37 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 4,21 / 7,62
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	342.879

Multiples	2022	2023E	2024E
KGV	n.a.	n.a.	n.a.
EV/Sales	1,9	4,5	2,9
EV/EBIT	n.a.	99,5	n.a.
Div.-Rendite	0,0%	0,0%	0,0%

## KURSÜBERSICHT



## UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 30. Jun 2023

Liquide Mittel	€ 204,41 Mio.
Kurzfristige Vermögenswerte	€ 341,48 Mio.
Immaterielle Vermögenswerte	€ 27,13 Mio.
Bilanzsumme	€ 542,57 Mio.
Kurzfristige Verbindlichkeiten	€ 241,04 Mio.
Eigenkapital	€ 190,71 Mio.

## AKTIONÄRSSTRUKTUR

Groupe Grimaud La Corbière	9,5%
CDC	8,6%
Deep Track Capital	6,6%
Pfizer Inc.	6,9%
Free Float and other	68,5%



Valneva hatte bei der Präsentation der GJ/22-Ergebnisse darauf hingewiesen, dass die Umsätze mit dem Impfstoff COVID-19, VLA2001, in diesem Jahr "marginal" sein würden. Nach null VLA2001-Umsätzen in Q1/23 war der Wert von €5,7 Mio. in Q2/23 höher als von uns erwartet.

**Abbildung 1: Q2/23 Ergebnisse gegenüber unseren Schätzungen**

€ Mio.	Q2/23A	Q1/23A	Q2/23- Konsens	Q2/23A- ggü. Q2/23 Konsens	Q2/23 FBe	Q2/23A ggü. Q2/23 Fbe	Q2/22A	Q2/23A ggü. Q2/22A
<b>Produktumsätze</b>	<b>37,6</b>	<b>32,1</b>	<b>30,7</b>	<b>22,5%</b>	<b>22,0</b>	<b>70,9%</b>	<b>17,1</b>	<b>119,9%</b>
wovon:								
Ixiaro	12,9	17,4	n.a.	n.a.	8,0	61,3%	8,1	59,6%
Dukoral	6,9	10,2	n.a.	n.a.	6,0	15,0%	3,3	111,3%
Third party	12,0	4,5	n.a.	n.a.	8,0	50,0%	5,9	103,3%
COVID-19	5,7	0,0	n.a.	n.a.	0,0	n.a.	0,0	n.a.
Produktumsätze Dritter	2,7	1,4	n.a.	n.a.	2,5	8,0%	54,3	-95,0%
<b>Gesamtumsatz</b>	<b>40,2</b>	<b>33,5</b>	<b>34,5</b>	<b>16,5%</b>	<b>24,5</b>	<b>64,1%</b>	<b>71,4</b>	<b>-43,7%</b>
F&E-Kosten	11,9	14,1	21,0	-43,3%	22,0	-45,9%	31,2	-61,9%
Vertriebsgemeinkosten	24,0	18,9	19,6	22,4%	21,2	13,2%	16,0	50,0%
<b>Bereinigtes EBITDA</b>	<b>-16,0</b>	<b>-12,3</b>	<b>-20,3</b>	<b>n.a.</b>	<b>-26,6</b>	<b>n.a.</b>	<b>-122,7</b>	<b>n.a.</b>

Quelle: Valneva; First Berlin Equity Research Schätzungen

**Private Verkäufe von Dukoral und Ixiaro auf dem besten Weg, das Rekordniveau von 2019 zu erreichen oder zu übertreffen** Der Verkauf von Reiseimpfstoffen unterliegt saisonalen Schwankungen. In der Regel verteilen sich die Verkäufe von Ixiaro auf dem Reiseimpfstoffmarkt gleichmäßig über das Jahr, mit Ausnahme des dritten Quartals, das schwächer ist. Die Verkäufe von Dukoral sind in der Regel im ersten und vierten Quartal des Jahres am stärksten, da die Impfungen dazu neigen, während des nördlichen Winters tropische Länder zu besuchen. Der Rückgang der Ixiaro-Verkäufe zwischen Q1/23 und Q2/23 war im Vergleich zu den Umsatzmustern in den Jahren 2016-2019, d. h. vor der Pandemie, ungewöhnlich stark. Ein Produktionsausfall, auf den wir später eingehen, könnte eine Rolle gespielt haben, aber während der Telefonkonferenz mit den Analysten erklärte die Unternehmensleitung, dass es im Verhältnis zur Nachfrage nur geringe Engpässe gegeben habe. Wie aus den Abbildungen 3 und 4 hervorgeht, erwarten wir, dass die Verkäufe von Ixiaro und Dukoral auf dem privaten Markt im GJ/23 trotz der schwachen Verkaufszahlen von Ixiaro in Q2/23 über den Höchstständen von 2019 vor der Pandemie liegen werden.

**Neuer Einjahresvertrag des US-Verteidigungsministeriums im Wert von mindestens USD32 Mio.** Die Pandemie hat auch die Nachfrage des US-Verteidigungsministeriums (DoD) nach Ixiaro verringert. Im August 2022 gab Valneva bekannt, dass das Verteidigungsministerium aufgrund der Auswirkungen der Pandemie auf seine Tätigkeit beschlossen hatte, das zweite Optionsjahr des 2020 unterzeichneten Dreijahresvertrags nicht auszuüben. Dies erklärt, warum das Geschäft mit dem DoD im Jahr 2022 deutlich unter dem Niveau der Vorjahre lag und voraussichtlich auch im Jahr 2023 so bleiben wird. Am 25. September kündigte Valneva einen neuen Einjahresvertrag mit dem Verteidigungsministerium an. Im Rahmen dieses Vertrags wird das DoD Ixiaro im Wert von mindestens USD32 Mio. kaufen und hat die Möglichkeit, weitere Dosen zu erwerben.

**Umsatzsprung bei Drittanbietern in Q2/23 über unseren Erwartungen** Das Management wies im Q1/23-Bericht darauf hin, dass die im Rahmen der Vertriebsvereinbarung mit Bavarian Nordic verkauften Produkte von Drittanbietern in den ersten drei Monaten des Jahres Lieferengpässen unterlagen, aber der Umsatzsprung von €4,5 Mio. in Q1/23 auf €12,0 Mio. in Q2/23 war höher als wir erwartet hatten.

**Sonstige Umsätze wieder auf normalem Niveau** Die sonstigen Umsätze beliefen sich auf €2,7 Mio. (Q2/22: €54,2 Mio.). Der Vorjahreswert enthielt €89,4 Mio., die infolge der Einigung mit der britischen Regierung von der Erstattungspflicht befreit wurden.



Dies wurde teilweise durch negative Erträge in Höhe von €36,1 Mio. ausgeglichen, die sich aus der Erhöhung der Erstattungsverbindlichkeit im Zusammenhang mit der Änderung der Kooperations- und Lizenzvereinbarung mit Pfizer für den Borreliose-Impfstoffkandidaten VLA15 ergaben.

**Abbildung 2: Produktumsätze 2018-2022 und 2023E**

€ Mio.	2018	2019	2020	2021	2022	2023E
<b>Produktumsätze</b>	<b>103,5</b>	<b>129,5</b>	<b>65,9</b>	<b>63,0</b>	<b>114,8</b>	<b>138,3</b>
wovon:						
Ixiaro	69,6	94,1	48,5	45,1	41,3	59,4
wovon:						
Privat	40,6	46,1	13,8	7,1	28,8	50,0
US-Verteidigungsministerium	29,0	48,0	34,7	38,0	12,5	9,4
Dukoral	30,4	31,5	13,3	2,4	17,3	33,1
Chikungunya	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3,6
VLA2001	0,0	0,0	0,0	0,0	29,6	5,7
Produktumsätze Dritter	3,5	3,9	4,2	15,4	26,5	36,5

Quelle: Valneva; First Berlin Equity Research Schätzungen

**Abbildung 3: Ixiaro und Dukoralimpfstoffumsätze 2023E**

	Q1 23A	Q2 23A	Q3 23E	Q4 23E	FY 23E
Ixiaro	17,4	12,9	8,0	21,1	59,4
wovon:					
Privat	17,1	12,9	8,0	12,0	50,0
US-Verteidigungsministerium	0,3	0,0	0,0	9,1	9,4
Dukoral	10,2	6,9	6,0	10,0	33,1

Quelle: Valneva; First Berlin Equity Research Schätzungen

**EBITDA-Verlust aufgrund geringerer F&E-Ausgaben geringer als erwartet** Der bereinigte EBITDA-Verlust in Q2/23 in Höhe von €-16 Mio. war geringer als der Konsens und unsere Prognose. Dies ist vor allem auf die geringeren F&E-Ausgaben aufgrund der niedrigeren Ausgaben für VLA2001 zurückzuführen. Gleichzeitig wies Valneva jedoch darauf hin, dass die F&E-Ausgaben für seinen Zika-Impfstoffkandidaten VLA1601 gestiegen sind, da das Unternehmen auf eine Wiederaufnahme der klinischen Entwicklung hinarbeitet.

**Ixiaro/Dukoral-Margen durch Abschreibung von Chargen/geringeren Anteil an indirekten Verkäufen beeinträchtigt** Die Bruttomargen für Ixiaro und Dukoral wurden in Q2/23 durch einen Anstieg der indirekten Verkäufe in Märkten, in denen Valneva über Distributoren verkauft, beeinträchtigt. Die Profitabilität von Ixiaro wurde zusätzlich durch Kosten beeinträchtigt, die durch die Abschreibung einer Charge verursacht wurden. Indirekte Verkäufe machten 35% des Umsatzes in Q2/23 aus, verglichen mit 28% in Q1/23.

**Die Abschreibung der Charge ist ein seltenes Ereignis/der Anteil der indirekten Verkäufe wird wahrscheinlich sinken** Die Abschreibung der Charge ist auf die Wiederaufnahme der Produktion von Ixiaro nach einer pandemiebedingten Unterbrechung zurückzuführen. Es ist unwahrscheinlich, dass sich die Abschreibung der Charge bald in der gleichen Größenordnung wie in Q2/23 wiederholt.



In der Zwischenzeit hat das Management angedeutet, dass der Anteil der indirekten Verkäufe im nicht-militärischen Geschäft in den kommenden Quartalen wahrscheinlich zurückgehen wird. Für das Impfstoffgeschäft insgesamt dürfte dieser Trend durch steigende DoD-Verkäufe, die direkt sind, noch verstärkt werden.

**Zulassung von VLA1553 noch vor Ende November möglich** Am 14. August gab Valneva bekannt, dass die FDA den PDUFA-Termin für VLA1553, Valnevas Impfstoffkandidaten gegen das Chikungunya-Virus, von Ende August auf Ende November verschoben hatte. Die FDA verschob den PDUFA-Termin, um genügend Zeit für die Abstimmung und Einigung auf das Phase-4-Programm (Studien nach der Zulassung zur Bestimmung der langfristigen Sicherheit und Wirksamkeit) zu haben, das im Rahmen des beschleunigten Zulassungsverfahrens erforderlich ist. Die FDA hat keine zusätzlichen Daten für den Zulassungsprozess angefordert. Während der Telefonkonferenz für Analysten ergänzte CEO Lingelbach die Aussagen in der Pressemitteilung von Mitte August, warum die Angleichung der Phase 4 den PDUFA-Termin hinausgezögert hat: "Dies ist kein einfaches Unterfangen für beide Parteien, da diese Angleichung der Phase 4 und die Gestaltung der Phase 4-Aktivitäten wahrscheinlich zukünftige Standards für Indikationen mit Ausbruchskrankheiten im Rahmen des beschleunigten Zulassungsverfahrens der FDA setzen werden. In dieser Hinsicht gibt es heute noch nichts, und deshalb betreten wir hier Neuland." In der Pressemitteilung vom 14. August erklärte CMO Jaramillo, dass "wir glauben, dass es möglich sein könnte, eine Zulassung vor dem neuen PDUFA-Datum zu erhalten". Ungeachtet des Aufwandes in Zusammenhang mit der Phase-4-Anpassung glauben wir, dass die Aussage von Herrn Jaramillo weiterhin Gültigkeit hat.

**Abbildung 4: Vergleich der Phase 3-Daten der Chikungunya-Impfstoffkandidaten von Valneva/Bavarian Nordic**

	Valneva		Bavarian Nordic	
	18-64 Jahre	≥ 65 Jahre	12-64 Jahre	≥ 65 Jahre
neutralisierende Antikörper Tag 15*	100,0%	n.a.	97,0%	82,0%
neutralisierende Antikörper Tag 22	n.a.	n.a.	98,0%	87,0%
neutralisierende Antikörper Tag 29	98,6%	100,0%	n.a.	n.a.
neutralisierende Antikörper nach 6 Monaten	96,3%	96,3%	86,0%	n.a.
neutralisierende Antikörper nach 12 Monaten	99,0%	99,0%	n.a.	n.a.

Quelle: Valneva, Bavarian Nordic

**Die Daten von VLA1553 lassen sich gut mit denen des CHIKV VLP von Bavarian Nordic vergleichen** Der Hauptkonkurrent von Valnevas VLA1553 im Bereich der Chikungunya-Impfstoffe ist der CHIKV VLP von Bavarian Nordic. Die Markteinführung von VLA1553 wird voraussichtlich noch in diesem Jahr erfolgen, während die Markteinführung von CHIKV VLP für 2025 geplant ist. Die von beiden Unternehmen veröffentlichten klinischen Studienergebnisse umfassen Immunogenitätsdaten, die sich über sechs Monate erstrecken. Im Dezember 2022 veröffentlichte Valneva auch 12-Monats-Immunogenitätsdaten für VLA1553. Valneva erwartet die Veröffentlichung von 24-Monats-Daten für VLA1553 noch vor Ende dieses Jahres. Alle Daten stammen von Teilnehmern der Phase-3-Studie, mit Ausnahme der Daten zum 15. Tag für VLA1553, die von 31 Patienten mit niedriger und 30 Patienten mit mittlerer Dosierung in einer Phase-1-Studie stammen (die mittlere Dosierung wurde in der Phase-3-Studie verwendet). In der Phase-3-Studie zu VLA1553 wurden keine Daten zu Tag 15 erhoben. Da die von Valneva vorgelegten Daten zum 15. Tag aus der Phase-1-Studie stammen, werden sie nicht in das erste Etikett des Impfstoffs aufgenommen. Dies ist insofern von Bedeutung, als ein schneller Wirkungseintritt auf dem Markt für Reiseimpfstoffe wichtig ist. Wir gehen davon aus, dass Valneva in einer oder mehreren Phase-4-Studien weitere Day-15-Ergebnisse erzielen wird, die für die Aufnahme in das Etikett in Frage kommen, aber diese Daten werden möglicherweise erst in 2-3 Jahren verfügbar sein.

Abbildung 4 zeigt, dass der Hauptvorteil von VLA1553 gegenüber CHIKV VLP in der Aufrechterhaltung eines gleichbleibend hohen Niveaus neutralisierender Antikörper über einen Monat hinaus und auch in der Altersgruppe 65 Jahre und älter liegt. Sowohl Valneva als auch Bavarian Nordic haben die klinischen Studien ihrer Chikungunya-Impfstoffkandidaten auf einer einzigen Impfung aufgebaut. Die Extrapolation der bisher von Bavarian Nordic vorgelegten Daten deutet jedoch darauf hin, dass bei CHIKV VLP eine Auffrischung über einen Zeitraum von mehr als zwei Jahren erforderlich sein könnte.

**Rekrutierung der ersten von zwei VLA15-Kohorten der Phase 3 abgeschlossen** Wie im Februar 2023 bekannt gegeben, musste Pfizer etwa die Hälfte der insgesamt für die Phase-3-Studie des Borreliose-Impfstoffkandidaten VLA15 von Valneva rekrutierten Teilnehmer abrechnen, nachdem es an bestimmten, von einem Drittanbieter betriebenen Studienzentren in den USA zu Verstößen gegen die Gute Klinische Praxis (GCP) gekommen war. Die Phase-3-Studie sollte ursprünglich bis zur Zeckensaison 2023 und 2024 laufen. Aufgrund des Ausscheidens von Teilnehmern musste die Studie bis zur Zeckensaison 2025 verlängert werden. Valneva hat die Teilnehmer der Zeckensaisonen 2023 und 2024 als Kohorte 1 und die Teilnehmer der Zeckensaisonen 2024 und 2025 als Kohorte 2 bezeichnet. Die Rekrutierung von Kohorte 1 ist abgeschlossen, während die Rekrutierung für die Primärimmunisierung von Kohorte 2 im zweiten Quartal 2023 begann.

**Wiederaufnahme der klinischen Entwicklung des Zika-Impfstoffkandidaten** Valneva hat beschlossen, die klinische Entwicklung ihres Impfstoffkandidaten gegen die Zika-Viruserkrankung, VLA1601, wieder aufzunehmen, wobei eine weitere Programmbewertung je nach Datenlage, medizinischem Bedarf und Marktaussichten durchgeführt werden soll. Die Entscheidung, die klinische Entwicklung von VLA1601 wieder aufzunehmen, basiert auf der anhaltenden Zika-Übertragung in mehreren Ländern sowie auf der Tatsache, dass VLA1601 auf einer inaktivierten Vollvirus-Plattform basiert und somit dem Zielproduktprofil der Weltgesundheitsorganisation entspricht. Die WHO hat bestimmte andere Technologien für einen Impfstoff ausgeschlossen, der auf die Impfung von Frauen im gebärfähigen Alter und/oder schwangeren Frauen in einer Ausbruchssituation abzielt.

**Zika-Virus verursacht Mikrozephalie und das Guillain-Barré-Syndrom** Die Zika-Virus-Krankheit ist die erste und einzige flavivirale Krankheit (zur Gattung gehören das West-Nil-Virus, das Dengue-Virus, das durch Zecken übertragene Enzephalitis-Virus, das Gelbfieber-Virus, das Zika-Virus und mehrere andere Viren, die eine Enzephalitis verursachen können), die wegen verheerender Geburtsfehler nach einer Infektion der Mutter zu einem öffentlichen Gesundheitsnotstand erklärt wurde. Nach Angaben der WHO besteht ein wissenschaftlicher Konsens darüber, dass das Zika-Virus eine Ursache für Mikrozephalie und das Guillain-Barré-Syndrom ist.

**Valneva hat bereits eine Phase-1-Studie mit einem Zika-Impfstoffkandidaten erfolgreich abgeschlossen...** Valneva meldete im November 2018 positive Zwischenergebnisse einer Phase-1-Studie zur Bewertung von VLA1601. VLA1601 erreichte den primären Endpunkt der Studie und zeigte ein günstiges Sicherheitsprofil in allen getesteten Dosen und Zeitplänen. VLA1601 war außerdem in allen Behandlungsgruppen immunogen und induzierte sowohl dosis- als auch zeitplanabhängig neutralisierende Antikörper gegen das Zika-Virus. Die Serokonversionsraten erreichten am Tag 35 bis zu 85,7 % (Zwischenanalyse der Daten bis Tag 56). Die Inzidenz des Zika-Virus ist nach ihrem Höhepunkt im Jahr 2016 aufgrund der hohen Immunität der Bevölkerung in den betroffenen Ländern deutlich zurückgegangen. Im Jahr 2018 beschloss Valneva, den Programmen für Borreliose und Chikungunya Priorität einzuräumen, da diese eine größere Gesundheitskrise darstellten. Das Zika-Virus wird jedoch weiterhin in mehreren Ländern Amerikas und in anderen endemischen Regionen übertragen.

Nach Angaben der WHO haben bisher insgesamt 89 Länder und Gebiete Hinweise auf eine durch Mücken übertragene Zika-Virus-Infektion gemeldet, aber es gibt noch keinen Impfstoff zur Vorbeugung einer Zika-Virus-Infektion.

**...eine neue Phase-1-Studie mit einer aktualisierten Formulierung des Impfstoffs ist nun geplant** Valneva plant nun die Durchführung einer neuen Phase-1-Studie für VLA1601 mit einer aktualisierten Formulierung des Impfstoffs, die auf der verbesserten Plattform für VLA2001 basiert. Wie CEO Thomas Lingelbach während der Telefonkonferenz mit Analysten im Anschluss an die H1/23-Ergebnisse erläuterte, hängt es von drei Faktoren ab, ob VLA1601 über die neue Phase-1-Studie hinaus entwickelt wird. Dabei handelt es sich um (1) die Frage, ob Valneva in der Lage sein wird, VLA1601 zu einem klassenbesten Impfstoff zu machen, (2) das Potenzial des Impfstoffs auf dem Reisemarkt und (3) die Möglichkeit, eine Partnerschaft einzugehen, die die Rentabilität verbessern könnte, ähnlich wie die CEPI-Partnerschaft (Coalition for Endemic Preparedness) für den Chikungunya-Impfstoffkandidaten VLA1553.

**Abbildung 5: 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

**Kaufempfehlung bei unverändertem Kursziel von €8,90 beibehalten** Abbildung 5 oben zeigt die Änderungen unserer Prognosen. Die größte Änderung unserer Prognose für 2023 ist eine Reduzierung der F&E-Kosten, nachdem dieser Posten in Q2/23 deutlich unter den Erwartungen lag. Wir haben unsere Prognosen für Ixiaro für die Jahre 2024 und 2025 nach der Bekanntgabe des erneuerten DoD-Vertrages leicht angehoben und haben auch unsere Prognose für die Impfstoffverkäufe an Dritte angesichts der starken Ergebnisse in Q2/23 erhöht. Wir behalten unsere Kaufempfehlung und unser Kursziel von €8,90 bei.



## 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	€411,1M	€108,5M	90,0%	€977M	40%	10%	-
Dukoral	Cholera & ETEC	€156,2M	€177,3M	25,0%	€44,3M	30%	10%	-
VLA15	Lyme-Borreliose	€752,0M	€909,1M	70,0%	€636,4M	18%	10%	4 Jahre
VLA 1553	Chikungunya-Virus	€705,3M	€463,0M	58,9%	€272,7M	42%	10%	1 Jahr
EB66 Zelllinie	Technologie-Plattform	€11,9M			€19,7M	15%	10%	-
<b>PACME Barwert (BW)</b>		<b>€2.036,5M</b>						
Kosten BW <sup>3)</sup>		€1.121,0M						
<b>Nettobarwert</b>		<b>€915,4M</b>						
Meilensteine, Produkte Dritter, BW		€261,0M						
Netto liquide Mittel (pro-forma)		€55,2M						
Fairer Wert		€1.231,6M						
Anzahl der Aktien (voll verwässert)		138.347K						
<b>Kursziel</b>		<b>€8,90</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



## GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd EUR	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Produktumsätze	65.938	62.984	114.797	138.327	221.006	319.730
Sonstige Umsätze	44.383	285.101	246.506	10.000	9.167	9.442
<b>Gesamtumsatz</b>	<b>110.321</b>	<b>348.086</b>	<b>361.303</b>	<b>148.327</b>	<b>230.173</b>	<b>329.172</b>
Herstellungskosten	-54.302	-187.920	-324.441	-95.534	-102.414	-129.939
<b>Rohertrag</b>	<b>56.019</b>	<b>160.166</b>	<b>36.862</b>	<b>52.793</b>	<b>127.759</b>	<b>199.233</b>
Vertrieb & Marketing	-18.264	-23.643	-23.509	-46.560	-57.485	-70.341
Allgemeine Verwaltungskosten	-27.539	-47.606	-34.073	-39.000	-40.000	-42.000
Forschungs- und Entwicklungskosten	-84.454	-173.283	-104.922	-71.000	-80.000	-80.000
Sonstige betriebliche Aufwendungen/Erträge	19.117	22.976	12.199	110.500	6.000	6.000
<b>Betriebsergebnis (EBIT)</b>	<b>-55.120</b>	<b>-61.390</b>	<b>-113.443</b>	<b>6.733</b>	<b>-43.726</b>	<b>12.892</b>
Nettofinanzergebnis	-10.222	-16.715	-18.794	-14.952	-8.927	-4.959
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>-8.219</b>	<b>-52.653</b>	<b>7.933</b>
Ertragsteuern	909	-3.446	1.536	0	0	-793
<b>Ergebnis nach Ertragsteuern</b>	<b>-64.393</b>	<b>-73.425</b>	<b>-143.279</b>	<b>-8.219</b>	<b>-52.653</b>	<b>7.140</b>
<b>Ergebnis je Aktie</b>	<b>-0,71</b>	<b>-0,75</b>	<b>-1,24</b>	<b>-0,06</b>	<b>-0,38</b>	<b>0,05</b>
<b>Bereinigtes EBITDA</b>	<b>-45.200</b>	<b>-47.100</b>	<b>-69.200</b>	<b>25.041</b>	<b>-24.944</b>	<b>32.159</b>
<b>Margen in %</b>						
Bruttomarge	50,8%	46,0%	10,2%	35,6%	55,5%	60,5%
EBITDA-Marge	-41,0%	-13,5%	-19,2%	16,9%	-10,8%	9,8%
EBIT-Marge	-50,0%	-17,6%	-31,4%	4,5%	-19,0%	3,9%
Nettomarge	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2,2%
<b>Ausgaben in % von Umsatz</b>						
Vertrieb & Marketing	-16,6%	-6,8%	-6,5%	-31,4%	-25,0%	-21,4%
Allgemeine Verwaltungskosten	-25,0%	-13,7%	-9,4%	-26,3%	-17,4%	-12,8%
Forschungs- und Entwicklungskosten	-76,6%	-49,8%	-29,0%	-47,9%	-34,8%	-24,3%
<b>Jährliches Wachstum</b>						
Produktumsätze	-49,1%	-4,5%	82,3%	20,5%	59,8%	44,7%
Gesamtumsatz	-12,6%	215,5%	3,8%	-58,9%	55,2%	43,0%
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>254.391</b>	<b>233.418</b>	<b>259.427</b>
Liquide Mittel	204.435	346.686	289.430	157.562	78.714	42.011
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	19.232	44.013	23.912	34.582	55.252	73.538
Vorräte	26.933	124.098	35.104	34.582	55.252	79.932
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	57.827	71.035	76.213	27.665	44.201	63.946
<b>Anlagevermögen, gesamt</b>	<b>140.737</b>	<b>231.520</b>	<b>196.685</b>	<b>217.955</b>	<b>262.468</b>	<b>314.915</b>
Sachanlagen	34.778	125.545	112.435	119.855	127.342	134.910
Nutzungsrechte an Leasingobjekten	43.374	48.285	41.603	50.130	80.094	115.872
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	16.599	26.521	38.368
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>472.346</b>	<b>495.886</b>	<b>574.342</b>
<b>Eigenkapital und Verbindlichkeiten</b>						
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt</b>	<b>175.870</b>	<b>368.979</b>	<b>277.392</b>	<b>148.795</b>	<b>243.859</b>	<b>326.623</b>
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	34.582	55.252	79.932
Sonstige kurzfr. Verbind. und Rückstellungen	13.010	53.658	36.780	34.582	55.252	79.932
Leasingverbindlichkeiten	2.696	3.135	25.411	30.620	48.921	70.774
Steuer- und mitarbeiterbezogene Verbind.	13.164	17.249	15.738	20.749	33.151	47.959
Steuerverbindlichkeiten	0	83	532	277	442	639
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>111.952</b>	<b>93.060</b>	<b>81.593</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten	46.375	50.726	87.227	76.951	37.630	1.766
Leasingverbindlichkeiten	49.392	53.687	28.163	33.936	54.219	78.439
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	2.900	8.378	1.436	393	558	755
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>211.599</b>	<b>158.967</b>	<b>166.126</b>
<b>Passiva</b>	<b>449.164</b>	<b>817.352</b>	<b>621.344</b>	<b>472.346</b>	<b>495.886</b>	<b>574.342</b>
<b>Kennzahlen</b>						
Current ratio (x)	1,75	1,59	1,53	1,71	0,96	0,79
Quick ratio (x)	1,60	1,25	1,40	1,48	0,73	0,55
Nettoverschuldungsgrad	-127,8%	-136,0%	-62,4%	2,5%	71,0%	94,1%
Buchwert je Aktie (€)	0,85	1,88	2,42	2,33	1,75	1,83
Eigenkapitalquote	17,2%	20,9%	35,4%	44,8%	32,1%	28,9%



## 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>-8.219</b>	<b>-52.653</b>	<b>7.140</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	27.158	-5.103	301
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>-108.613</b>	<b>-45.608</b>	<b>26.708</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>-131.363</b>	<b>-69.018</b>	<b>2.618</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	-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
<b>Cashflow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>21.740</b>	<b>154.504</b>	<b>215.116</b>	<b>-505</b>	<b>-9.830</b>	<b>-39.321</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>-131.868</b>	<b>-78.849</b>	<b>-36.703</b>
Cash und Äquiv. am Anfang der Periode	64.439	204.435	346.686	289.430	157.562	78.714
<b>Cash und Äquiv. am Ende der Periode</b>	<b>204.435</b>	<b>346.686</b>	<b>289.430</b>	<b>157.562</b>	<b>78.714</b>	<b>42.011</b>
<b>Bereinigtes EBITDA je Aktie</b>	<b>-0,50</b>	<b>-0,48</b>	<b>-0,60</b>	<b>0,18</b>	<b>-0,18</b>	<b>0,23</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 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](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 12. Oktober 2023 um 14:57 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 geocvert 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...33	↓	↓	↓	↓
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 2022	€ 4,86	Buy	€ 8,90
41	22. Mai 2023	€ 5,69	Buy	€ 8,90
42	Heute	€ 5,46	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.**