

# Valneva SE

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

Kapitalerhöhung

## BEWERTUNG

### KURSZIEL

Aufwärtspotenzial  
 Risikobewertung

## BUY

€ 7,70

203,9%  
 High

## FINANZIERUNG VON WACHSTUMSINVESTITIONEN VOR LYME-LAUNCH

Valneva verfügte Ende Juni über liquide Mittel in Höhe von €131 Mio. Der Cashburn wird in H2/24 im Vergleich zu den ersten sechs Monaten niedriger ausfallen, da Valneva im Frühjahr seinen Beitrag zur Entwicklungskooperation mit Pfizer für den Lyme-Impfstoff VLA15 geleistet hat. Ein nachhaltiger freier Cashflow ist jedoch unwahrscheinlich, bis Einnahmen, Meilensteine und Lizenzgebühren aus der Markteinführung von VLA15 (vorbehaltlich der Zulassung) im Jahr 2027 anfallen. Unsere letzte Studie vom 20. August zeigte eine Cash-Position von €10 Mio. Ende 2026. Im August 2023 kündigte Valneva eine Verdoppelung der ausstehenden Schulden gegenüber seinen Hauptgläubigern DeerField und OrbiMed auf USD200 Mio. an. Im März 2024 wurde die tilgungsfreie Frist für die erste Tranche von USD100 Mio. von Juli 2024 bis Januar 2026 verlängert. Die zweite Tranche von USD100 Mio. ist bis Q1/27 tilgungsfrei. Angesichts des Anstiegs der Verschuldung und der Aussicht auf einen erheblichen Abbau der liquiden Mittel in den nächsten 27 Monaten war es immer möglich, dass Valneva neues Eigenkapital aufnehmen würde. Die am 13. September abgeschlossene Kapitalerhöhung mit einem Bruttoerlös von €61 Mio. verschafft Valneva die nötige Flexibilität, um in seine Chikungunya-, Shigella- und Zika-Projekte sowie in die präklinische Forschung und Entwicklung zu investieren, bevor der freie Cashflow nach der Einführung des Lyme-Impfstoffs positiv wird. Wir prognostizieren nun, dass Valneva Ende 2026 über einen Barmittelbestand in Höhe von €64 Mio. verfügen wird. Darum glauben wir, dass das Unternehmen nach der Kapitalerhöhung keinen weiteren Bedarf an Barmitteln bis zur Einführung des Lyme-Impfstoffs hat. Dies bedeutet, dass die Anleger von den erwarteten positiven Phase-3-Daten des Lyme-Impfstoffs (erwartet bis Ende 2025), der Zulassung und der Markteinführung in vollem Umfang profitieren werden. Wir haben unser Kursziel von €8,60 auf €7,70 gesenkt, um der durch die Emission verursachten Verwässerung Rechnung zu tragen.

(b.w.)

## FINANZKENNZAHLEN & ÜBERBLICK

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
Umsatz (€ Mio.)	361,3	153,7	174,6	213,9	282,5	473,2
Jährliches Wachstum	3,8%	-57,5%	13,6%	22,5%	32,1%	67,5%
EBIT (€ Mio.)	-113,4	-82,1	21,3	-36,7	-0,2	162,4
EBIT-Marge	na	na	12,2%	na	na	34,3%
Jahresübers. (€ Mio.)	-143,3	-101,4	3,9	-54,3	-14,9	135,7
EPS (verwässert) (€)	-1,24	-0,73	0,03	-0,39	-0,11	0,98
DPS (€)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF (€ Mio.)	-274,7	-217,1	-34,0	-51,8	-0,3	136,7
Nettoverschuldungsgrad	-62,4%	64,5%	35,6%	95,5%	120,5%	7,6%
Liquide Mittel (€ Mio.)	289,4	126,1	147,1	95,3	63,8	165,3

## RISIKEN

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

## UNTERNEHMENSPROFIL

Valneva ist ein Spezialimpfstoffunternehmen, das Impfstoffe gegen Infektionskrankheiten entwickelt und vermarktet, für die es einen erheblichen ungedeckten medizinischen Bedarf gibt. Valneva vermarktet derzeit drei Impfstoffe und hat mehrere Impfstoffkandidaten erfolgreich in und durch die Klinik begleitet, darunter Kandidaten gegen Borreliose, das Chikungunya-Virus und COVID-19. Valneva hat ihren Sitz in Frankreich und beschäftigte Ende Juni 2024 mehr als 700 Mitarbeiter.

## HANDELSDATEN

Stand: 20. Sep 2024

Schlusskurs	€ 2,53
Aktien im Umlauf	162,28 Mio.
Marktkapitalisierung	€ 411,21 Mio.
52-Wochen-Tiefst/Höchstkurse	€ 2,53 / 6,36
Durchschnittsvolumen (12 Monate)	497.930

## Multiples

	2023	2024E	2025E
KGV	n.a.	90,7	n.a.
EV/Sales	2,8	2,5	2,0
EV/EBIT	n.a.	20,2	n.a.
Div.-Rendite	0,0%	0,0%	0,0%

## KURSÜBERSICHT



## UNTERNEHMENSDATEN

Stand: 30. Jun 2024

Liquide Mittel	€ 126,08 Mio.
Kurzfristige Vermögenswerte	€ 262,82 Mio.
Immaterielle Vermögenswerte	€ 25,57 Mio.
Bilanzsumme	€ 460,06 Mio.
Kurzfristige Verbindlichkeiten	€ 158,86 Mio.
Eigenkapital	€ 128,25 Mio.

## AKTIONÄRSSTRUKTUR

CDC	8,7%
Pfizer Inc.	5,9%
Polar Capital	5,0%
Groupe Grimaud la Corbiere	4,2%
Free Float and other	76,3%



**Wir behalten jedoch unsere Kaufempfehlung bei, da wir die Valneva-Aktie im Verhältnis zu den Aussichten sowohl für das bestehende kommerzialisierte Impfstoffportfolio als auch für die Pipeline, vor allem für VLA15, für stark unterbewertet halten.**

**CEPI/EU-Zuschuss bietet zusätzliche Unterstützung für IXCHIQ-Investitionen** Am 13. September gab Valneva den Abschluss einer Privatplatzierung von 23 Mio. neuen Aktien zu €2,66 pro Aktie bekannt, die einen Bruttoerlös von €61,18 Mio. einbrachte. Die Emission erhöht das Aktienkapital des Unternehmens um 16,5 % und wurde mit einem Abschlag von 15,2 % gegenüber dem Schlusskurs des Vortages von €3,138 und einem Abschlag von 15 % gegenüber dem volumengewichteten Durchschnittskurs an der Euronext während der letzten drei Handelstage durchgeführt. Valneva sagte, dass es beabsichtigt, den Erlös der Emission zur Finanzierung der Phase-3-Pädiatrie- und Phase-4-Programme für seinen Chikungunya-Impfstoff (IXCHIQ) sowie der voraussichtlichen Phase-2-Programme für die Shigellen- und Zika-Impfstoffkandidaten zu verwenden. Ein Teil des Nettoerlöses wird auch für die weitere Vermarktung von IXCHIQ, für die Beschleunigung der präklinischen Forschungs- und Entwicklungsaktivitäten des Unternehmens und für allgemeine Unternehmenszwecke verwendet werden. Die Kosten für die Phase 4 von IXCHIQ und bestimmte andere IXCHIQ-Studien werden auch durch einen zusätzlichen CEPI-Zuschuss (Coalition for Epidemic Preparedness Innovations) unterstützt. Die Erweiterung der Partnerschaft von Valneva mit CEPI, die von der EU unterstützt wird, wurde am 22. Juli bekannt gegeben und stellt Valneva über einen Zeitraum von fünf Jahren zusätzliche Mittel in Höhe von bis zu USD41,3 Mio. zur Verfügung.

**Abbildung 1: Aktienanteile vor und nach der Kapitalerhöhung**

	Alte Aktienanzahl	Aktienanteil in %	Neue Aktienanzahl	Aktienanteil in %	Δ	% Beitrag zur Kapitalerhöhung
Groupe CDC	13.539.703	9,72%	14.089.703	8,68%	550.000	2,4%
Pfizer Inc.	9.554.395	6,86%	9.554.395	5,89%	0	0,0%
Groupe Grimaud La Corbiere	6.744.702	4,84%	6.744.702	4,16%	0	0,0%
Polar Capital	5.423.702	3,89%	8.123.702	5,01%	2.700.000	11,7%
Braidwell LP	0	0,00%	5.400.000	3,33%	5.400.000	23,5%
Streubesitz	104.014.399	74,68%	118.364.399	72,94%	14.350.000	62,4%
<b>Gesamt</b>	<b>139.276.901</b>	<b>100,00%</b>	<b>162.276.901</b>	<b>100,00%</b>	<b>23.000.000</b>	<b>100,0%</b>

Quelle: Valneva

Zu den Kapitalgebern der Kapitalerhöhung gehören die US-Gesundheitsspezialisten Braidwell LP und Polar Capital, die zusammen mehr als ein Drittel der neuen Aktien gezeichnet haben.

**Valneva erhält Zahlungen in Höhe von USD143 Mio. von Pfizer für die Kommerzialisierung des Lyme-Impfstoffs** Valneva verfügte Ende Juni über Barmittel in Höhe von €131 Mio. und nach unserer früheren Prognose (siehe unsere Notiz vom 20. August) über ausreichend Liquidität bis Ende 2026. Wir erwarten, dass Pfizer den Lyme-Impfstoff VLA15 im Jahr 2027 auf den Markt bringen wird. Valneva wird im Zusammenhang mit der ersten Vermarktung von VLA15 in den USA und Europa Anspruch auf Zahlungen in Höhe von USD143 Mio. von Pfizer erhalten.

**Wir behalten unsere Kaufempfehlung bei, senken aber das Kursziel von €8,60 auf €7,70** Wir haben unser Kursziel von €8,60 auf €7,70 gesenkt, um der durch die Emission verursachten Verwässerung Rechnung zu tragen. Wir behalten jedoch unsere Kaufempfehlung bei, da wir die Valneva-Aktie im Verhältnis zu den Aussichten sowohl für das bestehende kommerzialisierte Impfstoffportfolio als auch für die Pipeline, vor allem für den Lyme-Impfstoffkandidaten VLA15, der voraussichtlich 2027 auf den US-Markt kommen wird, für stark unterbewertet halten.



Abbildung 2: 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	€599,7M	€149,5M	90,0%	€131,5M	40%	9%	-
Dukoral	Cholera & ETEC	€150,2M	€178,3M	25,0%	€44,6M	30%	9%	-
VLA15	Lyme-Borreliose	€792,3M	€909,1M	70,0%	€636,4M	18%	10%	3 Jahre
VLA 1553	Chikungunya-Virus	€808,4M	€463,0M	58,9%	€272,7M	42%	9%	-
S4V	Shigellose	€240,5M	n.a.	n.a.	n.a.	42%	10%	6 Jahre
EB66 Zelllinie	Technologie-Plattform	€11,9M			€19,7M	15%	9%	-
<b>PACME Barwert (BW)</b>		<b>€2.603,0M</b>						
Kosten BW <sup>3)</sup>		€1.523,1M						
<b>Nettobarwert</b>		<b>€1.079,9M</b>						
Meilensteine, Produkte Dritter, BW		€192,4M						
Netto liquide Mittel (pro-forma)		-€23,2M						
Fairer Wert		€1.249,1M						
Anzahl der Aktien (voll verwässert)		162.277K						
<b>Kursziel</b>		<b>€7,70</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	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
Produktumsätze	114.797	144.624	167.075	206.140	274.514	334.929
Sonstige Umsätze	246.506	9.089	7.534	7.760	7.993	138.233
<b>Gesamtumsatz</b>	<b>361.303</b>	<b>153.713</b>	<b>174.609</b>	<b>213.900</b>	<b>282.507</b>	<b>473.161</b>
Herstellungskosten	-324.441	-100.875	-96.396	-93.875	-117.138	-135.279
<b>Rohertrag</b>	<b>36.862</b>	<b>52.838</b>	<b>78.213</b>	<b>120.024</b>	<b>165.369</b>	<b>337.882</b>
Vertrieb & Marketing	-23.509	-48.752	-49.181	-55.658	-65.883	-77.034
Allgemeine Verwaltungskosten	-34.073	-47.799	-50.000	-53.596	-52.158	-56.938
Forschungs- und Entwicklungskosten	-104.922	-59.894	-67.711	-67.500	-67.500	-47.500
Sonstige betriebliche Aufwendungen/Erträge	12.199	21.520	110.000	20.000	20.000	6.000
<b>Betriebsergebnis (EBIT)</b>	<b>-113.443</b>	<b>-82.087</b>	<b>21.321</b>	<b>-36.730</b>	<b>-172</b>	<b>162.411</b>
Nettofinanzergebnis	-18.794	-22.115	-17.596	-17.596	-14.714	-11.660
Fremdährungsgewinne/(-verluste)	-12.587	5.573	0	0	0	0
<b>Ergebnis vor Ertragsteuern</b>	<b>-144.815</b>	<b>-98.629</b>	<b>3.725</b>	<b>-54.326</b>	<b>-14.886</b>	<b>150.751</b>
Ertragsteuern	1.536	-2.800	158	0	0	-15.075
<b>Ergebnis nach Ertragsteuern</b>	<b>-143.279</b>	<b>-101.429</b>	<b>3.883</b>	<b>-54.326</b>	<b>-14.886</b>	<b>135.676</b>
<b>Ergebnis je Aktie</b>	<b>-1,24</b>	<b>-0,73</b>	<b>0,03</b>	<b>-0,39</b>	<b>-0,11</b>	<b>0,98</b>
<b>Bereinigtes EBITDA</b>	<b>-69.200</b>	<b>-65.187</b>	<b>40.274</b>	<b>-17.305</b>	<b>19.739</b>	<b>182.823</b>
<b>Margen in %</b>						
Bruttomarge	10,2%	34,4%	44,8%	56,1%	58,5%	71,4%
EBITDA-Marge	-19,2%	-42,4%	23,1%	-8,1%	7,0%	38,6%
EBIT-Marge	-31,4%	-53,4%	12,2%	-17,2%	-0,1%	34,3%
Nettomarge	n.a.	n.a.	2,2%	n.a.	n.a.	28,7%
<b>Ausgaben in % von Umsatz</b>						
Vertrieb & Marketing	-6,5%	-31,7%	-28,2%	-26,0%	-23,3%	-16,3%
Allgemeine Verwaltungskosten	-9,4%	-31,1%	-28,6%	-25,1%	-18,5%	-12,0%
Forschungs- und Entwicklungskosten	-29,0%	-39,0%	-38,8%	-31,6%	-23,9%	-10,0%
<b>Jährliches Wachstum</b>						
Produktumsätze	82,3%	26,0%	15,5%	23,4%	33,2%	22,0%
Gesamtumsatz	3,8%	-57,5%	13,6%	22,5%	32,1%	67,5%
Betriebsergebnis (EBIT)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Ergebnis nach Ertragsteuern	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.



## BILANZ

Alle Angaben in Tsd EUR	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
<b>Vermögen</b>						
<b>Umlaufvermögen, gesamt</b>	<b>424.659</b>	<b>262.824</b>	<b>282.427</b>	<b>247.822</b>	<b>240.620</b>	<b>377.657</b>
Liquide Mittel	289.430	126.080	147.096	95.279	63.833	165.313
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	23.912	41.645	40.098	45.351	56.001	68.325
Vorräte	35.104	44.466	41.769	47.412	54.903	66.986
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	76.213	50.633	53.464	59.781	65.883	77.034
<b>Anlagevermögen, gesamt</b>	<b>196.685</b>	<b>197.238</b>	<b>207.502</b>	<b>208.227</b>	<b>213.914</b>	<b>218.552</b>
Sachanlagen	112.435	136.198	135.202	134.176	133.119	132.030
Nutzungsrechte an Leasingobjekten	41.603	20.392	23.558	29.066	38.707	47.225
Goodwill & immaterielle Vermögenswerte	28.711	25.567	32.343	29.117	25.889	22.657
Assoziierte Unternehmen	0	0	0	0	0	0
Sonstige Vermögenswerte	8.299	8.489	9.807	9.276	9.608	10.048
Latente Steueransprüche	5.637	6.592	6.592	6.592	6.592	6.592
<b>Aktiva</b>	<b>621.344</b>	<b>460.062</b>	<b>489.929</b>	<b>456.049</b>	<b>454.534</b>	<b>596.210</b>
<b>Eigenkapital und Verbindlichkeiten</b>						
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten, gesamt</b>	<b>277.392</b>	<b>158.863</b>	<b>87.326</b>	<b>130.814</b>	<b>165.119</b>	<b>268.981</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten	11.580	44.079	0	31.189	35.195	110.463
Verbind. aus Lieferungen und Leistungen	41.491	44.303	45.110	55.658	71.374	87.081
Sonstige kurzfr. Verbind. und Rückstellungen	36.780	11.427	13.201	16.287	21.690	26.463
Leasingverbindlichkeiten	25.411	2.879	3.326	4.104	5.465	6.667
Steuer- und mitarbeiterbezogene Verbind.	15.738	16.209	18.725	22.675	30.197	36.842
Steuerverbindlichkeiten	532	632	730	901	1.200	1.464
Vertrags- u. Rückerstattungsverbindlichkeiten	145.860	39.334	6.234	0	0	0
<b>Langfristige Verbindlichkeiten, gesamt</b>	<b>124.155</b>	<b>172.952</b>	<b>215.301</b>	<b>192.154</b>	<b>171.117</b>	<b>73.155</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten	87.227	132.768	176.847	145.658	110.463	0
Leasingverbindlichkeiten	28.163	29.090	33.606	41.463	55.216	67.368
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	1.436	1.153	1.320	1.610	2.118	2.566
Vertrags- u. Rückerstattungsverbindlichkeiten	6.635	6.303	0	0	0	0
<b>Eigenkapital</b>	<b>219.797</b>	<b>128.247</b>	<b>187.301</b>	<b>133.081</b>	<b>118.298</b>	<b>254.073</b>
<b>Passiva</b>	<b>621.344</b>	<b>460.062</b>	<b>489.929</b>	<b>456.049</b>	<b>454.534</b>	<b>596.210</b>
<b>Kennzahlen</b>						
Current ratio (x)	1,53	1,65	3,23	1,89	1,46	1,40
Quick ratio (x)	1,40	1,37	2,76	1,53	1,12	1,15
Nettoverschuldungsgrad	-62,4%	64,5%	35,6%	95,5%	120,5%	7,6%
Buchwert je Aktie (€)	2,42	1,41	2,06	1,46	1,30	2,79
Nettoverschuldung	-137.049	82.736	66.682	127.135	142.506	19.186
Eigenkapitalquote	35,4%	27,9%	38,2%	29,2%	26,0%	42,6%



## CASHFLOWRECHNUNG

Alle Angaben in Tsd EUR	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
<b>Ergebnis nach Ertragsteuern</b>	<b>-143.279</b>	<b>-101.429</b>	<b>3.883</b>	<b>-54.326</b>	<b>-14.886</b>	<b>135.676</b>
Bereinigung von zahlungsunwirksamen Tra	44.070	44.984	18.953	19.425	19.911	20.412
Änderungen der langfristigen Betriebsverm	-147.713	514	-10.000	0	0	0
Investitionen ins Working Capital	1.732	-145.578	-32.148	-1.744	10.344	-3.322
Sonstige	0	0	0	0	0	0
Steuern	-154	-1.236	0	0	0	0
<b>Operativer Cashflow</b>	<b>-245.344</b>	<b>-202.745</b>	<b>-19.313</b>	<b>-36.645</b>	<b>15.369</b>	<b>152.766</b>
Investitionen in Sachanlagen	-29.246	-14.231	-14.658	-15.098	-15.551	-16.017
Investitionen in immaterielle Vermögenswer	-76	-81	-75	-75	-75	-75
<b>Freier Cashflow</b>	<b>-274.666</b>	<b>-217.057</b>	<b>-34.046</b>	<b>-51.818</b>	<b>-256</b>	<b>136.674</b>
Akquisitionen & Veräußerungen, netto	8	-7.482	0	0	0	0
Zinserträge	260	1.210	0	0	0	0
<b>Cashflow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-29.054</b>	<b>-20.585</b>	<b>-14.733</b>	<b>-15.173</b>	<b>-15.626</b>	<b>-16.092</b>
FK-Finanzierung, netto	37.538	79.014	0	0	-31.189	-35.195
EK-Finanzierung, netto	189.837	-240	55.062	0	0	0
Tilgung der Leasingverbindlichkeiten	-3.048	-3.127	0	0	0	0
Zinsaufwand	-9.211	-12.567	0	0	0	0
<b>Cashflow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>215.116</b>	<b>63.080</b>	<b>55.062</b>	<b>0</b>	<b>-31.189</b>	<b>-35.195</b>
Wechselkurseffekte & sonstige	2.026	-3.100	0	0	0	0
<b>Veränderung der liquiden Mittel</b>	<b>-57.256</b>	<b>-163.350</b>	<b>21.016</b>	<b>-51.818</b>	<b>-31.445</b>	<b>101.479</b>
Cash und Äquiv. am Anfang der Periode	346.686	289.430	126.080	147.096	95.279	63.833
<b>Cash und Äquiv. am Ende der Periode</b>	<b>289.430</b>	<b>126.080</b>	<b>147.096</b>	<b>95.279</b>	<b>63.833</b>	<b>165.313</b>
<b>Bereinigtes EBITDA je Aktie</b>	<b>-0,60</b>	<b>-0,47</b>	<b>0,29</b>	<b>-0,12</b>	<b>0,14</b>	<b>1,32</b>
<b>Jährliches Wachstum</b>						
Operativer Cashflow	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	894,0%
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.	826,2%

## 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 23. September 2024 um 10:43 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...37	↓	↓	↓	↓
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	27. Februar 2024	€ 3,21	Buy	€ 8,60
44	12. April 2024	€ 3,94	Buy	€ 8,60
45	20. August 2024	€ 3,78	Buy	€ 8,60
46	Heute	€ 2,53	Buy	€ 7,70

### 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 Finanzinstruments 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.**