



KAUFEN (Kaufen) Kurspotenzial +86,6%

Kursziel 14,50 AU\$ (25,00)
Aktienkurs* 7,77 AU\$

*Schlusskurs an der ASX, Sydney
(13.10.2026)



AKTIONÄRSSTRUKTUR

Free Float	76,4%
Inst. Investors	34,0%
Dr. Ph. Wolgen (CEO)	6,8%
JPMorgan Chase	6,5%
Vanguard Group	5,2%
Ender 1, LLC	5,1%

AKTIENGRUNDDATEN

Ticker (Bloomberg)	CUV:AU
Anzahl Aktie (in Mio.)	50,1
Streubesitz (in %)	76,4%
Marktkapitalisierung (AU\$ Mio.)	389,4
Handelsvolumen (Ø-100 T.; Tsd. AU\$)	1.141
52-Wochen-Hoch (in AU\$)	13,48
52-Wochen-Tief (in AU\$)	7,73

FINANZKALENDER

Hauptversammlung	06.11.2026
------------------	------------

ANALYSTEN

Thomas Schiessle
ts@parmantiercie.com

Daniel Großjohann
dg@parmantiercie.com

KONTAKT

Parmantier & CIE. Research
Hungener Straße 6
60389 Frankfurt am Main



CLINUVEL Pharmaceuticals Limited

ASX: CUV – Nasdaq – ADS: CUVL,

Frankfurter Wertpapierbörse: UR9 – ISIN: AU 000000CUV3 – WKN:
AOJEGY



Nachhaltig profitabel – auf dem Weg zu einem Multi-Produkt-Unternehmen – Vollständige Notierung an der Nasdaq in Diskussion

Die Key Performance Indicators (KPIs) für **die Geschäftsentwicklung im Geschäftsjahr 26** belegen ein **nachhaltig profitables Geschäftsmodell**, das dazu genutzt wird, das Produktportfolio planmäßig zu erweitern, ohne dabei die damit verbundenen Entwicklungsrisiken aus den Augen zu verlieren. Mit NEURACTHEL® Instant (ACTH) und SCENESSE® zur Behandlung von Vitiligo **entwickelt sich CUV zu einem Multi-Produkt-Unternehmen**.

Eine disziplinierte Ausgabenpolitik dürfte auch bei einem vorübergehenden Anstieg der Investitionen in den kommenden Quartalen für einen positiven freien Cashflow und eine steigende Netto-Liquidität sorgen. Die erste Einreichung von Anträgen auf nationale Zulassungen in der EU für die Generika-Version **von NEURACTHEL® Instant** – die dann zum zweiten wichtigen Umsatztreiber werden wird – ist weiterhin für das Kalenderjahr (Kj) 2026 geplant. Auch die Arbeiten zur Zulassung (~Kj29) von **SCENESSE® zur Behandlung von Vitiligo** – einer wichtigen zukünftigen **Einnahmequelle** und damit einer zentralen Säule der Equity-Story – schreiten voran. Hier (CUV107, zulassungsrelevante Phase-III-Studie) ist der Zeitplan auf der Grundlage der Erfahrungen aus der CUV105-Phase-III-Studie **mit einem größeren Zeitpuffer** geplant (NAV für Vitiligo sinkt). In absehbarer Zukunft werden die **USA zum wichtigsten Markt** werden. Wir betrachten die diskutierte **Vollnotierung an der Nasdaq** als potenziell positive Nachricht. Künftig sollen weitere Anlegergruppen an der weltweit größten Biotech-Börse angesprochen werden. Konkrete Zeitpläne (für die Due Diligence, Beschlüsse des Vorstands und der Hauptversammlung, Genehmigungen usw.) stehen noch nicht fest. Angesichts der aus Analystensicht hohen Bewertung **des Nasdaq Biotechnology™-Index** stellt dies eine gute Kaufgelegenheit dar. Eine mögliche **Dekotierung von der ASX in Sydney und die Einstellung des Handels an der Frankfurter Wertpapierbörse** wären ein logischer Schritt und **dürften die Aktie vorübergehend belasten**. Der Zulassungsweg für **SCENESSE® zur Behandlung von Vitiligo** führt zunächst über Europa, wobei die Zulassung in den USA voraussichtlich folgen wird (H2/Kj 2026: Start entscheidenden Phase-III-Studie CUV107; CUV105-Topline-Ergebnisse).

Angesichts des neuen Zeitplans für die Entwicklungspipeline **passen wir unsere Einschätzung an, das Risikoprofil wird weniger günstig, unser Kursziel sinkt**.

GJ-Ende 30.06.; in Mio. AU\$	(25-29e)	2025	2026	2027e	2028e	2029e
Umsatz	2,0%	95,02	94,02	85,62	87,84	103,02
EBIT	-1,5%	41,27	40,53	33,44	34,26	38,92
EBIT-Marge		43,4%	43,1%	39,1%	39,0%	37,8%
Konzernergebnis	-1,4%	36,17	33,92	29,97	30,84	34,20
EPS in AU\$	-1,4%	0,72	0,68	0,60	0,62	0,68
Dividende je Aktie in AU\$		0,05	0,05	0,05	0,05	0,06
EV/Umsatz		6,57	5,12	4,31	4,20	3,58
EV/EBIT		15,1	11,9	11,0	10,8	9,5
KGV		18,0	15,1	13,0	12,6	11,4

Quelle: Unternehmensangaben, PCR

INHALTSVERZEICHNIS

ANLAGETHESEN	3
STRATEGIE	6
Rentabilität – Diversifizierung – Wachstum	6
„PhotoCosmetics“ als integraler Bestandteil der Wachstumsstrategie	8
Die innovative Hautpflegemarke CLINUVEL zielt auf einen wahrhaft riesigen Markt ab.....	8
SCENESSE® wird mindestens bis zum Geschäftsjahr 2027 die einzige zugelassene EPP- Behandlung bleiben.....	9
EMA entscheidet im KJ 2027 über die Erweiterung der Zulassung von SCENESSE® (EPP)	9
SCENESSE® bei EPP Unserer Ansicht nach ist vor dem zweiten Halbjahr 2027 kein Konkurrenzpräparat in Sicht.	9
Expansion in Nordamerika – für EPP- und Vitiligo-Patienten	10
Eine große Chance – REPIGMENTIERUNG – SCENESSE® bei Vitiligo – für schwere Fälle.....	11
JAK-Hemmer – für leichte Fälle von Vitiligo, jedoch mit einer „Black-Box-Warnung“	12
Phase-III-Studie CUV107 – Abschließende Zulassungsstudie zu VITILIGO mit höchster Priorität.....	13
LICHTSCHUTZ SCENESSE® bei VP – Phase-III-Studie CUV053 steht noch aus	14
NEURACTHEL® – ein generisches ACTH zur Behandlung von rheumatischen und Autoimmunerkrankungen	15
FINANZEN	18
PCR-Schätzungen für die Geschäftsjahre 2027 und 2028 – Modellierung von Umsatz und Betriebsausgaben.....	19
DCF-Modell	22
CUVL an der Nasdaq – Überlegungen zu einer vollständigen Notierung in den USA und einer Dekotierung von der ASX	22
BEWERTUNG	24
Zusammenfassung der Bewertung	24
FINANZIELLE KENNZAHLEN	25
HAFTUNGSAUSSCHLUSS.....	28





ANLAGETHESEN

CLINUVEL (CUV) ist ein Pionier im Bereich der „Photomedizin“ und profitiert vom rasch wachsenden Bewusstsein für lichtbedingte Gesundheitsrisiken. CUV ist eines der wenigen biopharmazeutischen Unternehmen, das kontinuierlich Gewinne erzielt. Das Unternehmen **vermarktet** seine **Medikamente eigenständig und erzielt** in den USA und der EU **hohe Gewinne**, was die Ausschüttung von Dividenden ermöglicht. CLINUVEL vermarktet SCENESSE®, das einzige zugelassene Medikament zur Behandlung von Patienten mit erythropoetischer Protoporphyririe (EPP), einer seltenen, lichtinduzierten genetischen Erkrankung.

Eine starke interne Finanzierungskapazität hat Priorität und konzentriert sich auf drei Kernprojekte, sodass unserer Einschätzung nach in absehbarer Zukunft **keine externen Finanzierungsquellen** in Anspruch genommen werden müssen. Andererseits beabsichtigt der Vorstand, während dieser konzentrierten Investitionsphase bei **der Verwendung der Gewinne** (Sonderdividenden, Aktienrückkäufe) konservativer vorzugehen.

CUV ist ein **atypisches Biotech-Unternehmen**. Es ist seit zehn Jahren in Folge **profitabel** und wies in den letzten beiden Geschäftsjahren eine EBIT-Marge von rund 43 % auf. Im September 2026 **wurde** zum neunten Mal in Folge eine **Dividende ausgeschüttet**. Das Unternehmen beabsichtigt, in Zukunft schneller **zu wachsen**, und entwickelt zu diesem Zweck eine begrenzte Anzahl weiterer Arzneimittel und Kosmetika.

Für das bestehende SCENESSE®-Geschäft **ist in naher Zukunft generell mit Umsatzwachstum und hohen Margen zu rechnen**, da wir davon ausgehen, dass vor dem Kalenderjahr 27 keine alternativen EPP-Behandlungen zu erwarten sind, wie die Entwicklungen bei den Marktkonkurrenten zeigen. **Demgegenüber dürfte die Zulassung (~Geschäftsjahr 29) von SCENESSE® zur Behandlung von (nicht-segmentaler) Vitiligo (NSV) einen Quantensprung bei Umsatz und Ergebnis von CLINUVEL auslösen.**

Die nicht-segmentale Vitiligo (NSV) **ist die häufigste Form der Vitiligo** und macht über 90 % der Betroffenen aus. Sie ist durch symmetrische, beidseitige weiße Flecken auf der Haut gekennzeichnet. **Patienten mit einer weniger schweren Erkrankung (≤ 10 % der Körperoberfläche (BSA))** können mit Immunmodulatoren (sogenannten JAKs) **behandelt werden. Diese können bei schwer betroffenen Personen** (Patienten mit ≥ 10 % BSA) **nicht eingesetzt** werden. In diesen Fällen wäre SCENESSE® eine gute Option. Unserer Meinung nach wären jedoch auch Patienten mit hohem Infektionsrisiko oder solche, die nicht auf JAKs wie Opzelura® ansprechen, geeignete Kandidaten.

SCENESSE® wäre somit die einzige systemische Therapie bei Vitiligo, die das **Immunsystem NICHT moduliert**. Die Rekrutierung **schwer betroffener Patienten (≥ 10 % der Körperoberfläche (BSA); $n > 300$)** für die **CUV107-Studie (SCENESSE® zur Behandlung von Vitiligo)** soll in wenigen Monaten beginnen und im 2. Halbjahr 2027 abgeschlossen sein. Nach einer Behandlungsdauer von 5 Monaten und einer Nachbeobachtungszeit von 6 Monaten könnten **erste Ergebnisse im zweiten Halbjahr 2028 erwartet werden. Die Zulassung könnte somit im KJ 2029 erfolgen.**

Die Entscheidung der EU-Zulassungsbehörden über die vorgeschlagene Ausweitung der Anwendung von **SCENESSE® (EPP) auf jugendliche Patienten in Europa** – die voraussichtlich nach Einreichung





eines überarbeiteten Antrags bis Ende des KJ 2027 erfolgen wird – dürfte dem KJ 2028 einen zusätzlichen Wachstumsschub verleihen.

Die Investor-Relations-Aktivitäten werden weiter intensiviert, was die Sichtbarkeit auf den Kapitalmärkten deutlich verbessern wird. Eine zunehmende Anzahl von Aktionären stammt aus den USA; die Sichtbarkeit und Kommunikation dort wird erheblich ausgebaut, und die regulatorischen Anforderungen an das Unternehmen nehmen zu. **Die Notierung der ADRs (jetzt ADSs) an der Nasdaq auf Level II wurde im Juli 2026 abgeschlossen.** Doch damit nicht genug: **Derzeit wird eine vollständige Notierung an der Nasdaq diskutiert. Sollte diese umgesetzt werden, wäre die Zustimmung der Aufsichtsbehörden, der Gerichte und der Aktionäre erforderlich.** Dies würde den Zugang zu weiteren Anlegergruppen – **insbesondere unter den wichtigsten institutionellen Anlegern** – in den USA eröffnen.

Zukünftige Aktivitäten im Pharmabereich werden sich auf Nordamerika konzentrieren; daher prüft die Unternehmensleitung, ob eine **auf die USA ausgerichtete Geschäftseinheit und eine Notierung an der Nasdaq** besser zur zukünftigen Ausrichtung des Unternehmens passen würden.

Für wachstumsstarke Biotech-Unternehmen – mit ihren zahlreichen grenzüberschreitenden Aktivitäten – führt der Weg in der Regel über die Nasdaq, schon allein wegen der Marktliquidität und der spezialisierten Anlegerbasis. Eine Kapitalerhöhung ist in diesem Zusammenhang nicht geplant. **Im Gegenzug könnten die Primärnotierung** an der Australian Securities Exchange (ASX) sowie die Notierung in Frankfurt **eingestellt werden.**

Die aktualisierten Entwicklungspläne für die Wirkstoffkandidaten führen zu einem **niedrigeren Barwert (NPV)**. Dies **gilt insbesondere für SCENESSE® zur Behandlung von Vitiligo, wo Lehren aus den CUV105-Studien gezogen wurden und mehr Zeit für den CUV107-Studienplan vorgesehen ist.**

Auch das Marktumfeld verändert sich. Vitiligo, das lange Zeit von den Krankenkassen als kosmetisches Problem abgetan wurde, gilt mittlerweile als erstattungsfähige Erkrankung (TAM > 4,5 Milliarden jährlich). **Medikamente aus der Klasse der JAK-Hemmer sind für mildere Fälle zugelassen. Im Gegensatz dazu ist SCENESSE® für schwere Fälle bei Patienten mit relativ dunklerem Hutton vorgesehen und könnte sogar dann eingesetzt werden, wenn JAK-Hemmer versagen.** Insgesamt gehen wir davon aus, dass sich diese Entwicklung positiv auf CLINUVEL auswirken dürfte, da es kaum Überschneidungen bei den Zielgruppen gibt und die Medikamente unterschiedliche Wirkmechanismen aufweisen.

Unsere Bewertung basiert auf einem gewichteten Durchschnitt von **85:15**, der sich aus (1) einem risikobereinigten DCF (14,79 AU\$, zuvor 23,94 AU\$) und (2) dem EV/EBIT (27e) von 12,08 AU\$ ergibt. Das **Risiko-Rendite-Verhältnis hat sich verschlechtert.** Wir **nehmen** eine vorsichtigeren Haltung **ein** und **senken das Kursziel von 25,00 AU\$ auf 14,38 AU\$** (gerundet: 14,50 AU\$).

Der Markt konzentriert sich in erster Linie auf das **Risiko-Ertrags-Profil der geplanten Zulassung von SCENESSE® zur Behandlung von Vitiligo (~Geschäftsjahr 29)** als größten potenziellen Wachstumsmotor. Wir schätzen die Wahrscheinlichkeit einer Zulassung (**Phase-III-Studie CUV107 mit ersten Daten im 2. Halbjahr des Kalenderjahres 27**) derzeit auf 75 % (d. h. Barwert auf dem US-Markt: ca. 367 Mio. US-Dollar). Wir bewerten die SCENESSE®-Produktfamilie derzeit **mit einem Barwert von ca. 655 Mio. US-Dollar (= 924 Mio. AU\$)**. Wir beziehen erstmals die NEURACTHEL®-Produktfamilie (generisches ACTH – Säuglingskrämpfe + MS bei Erwachsenen) **mit einem Barwert von ca. 310 Mio. US\$ (= 437 Mio. AU\$;**





1,00 US\$/AUS\$ = 1,41) ein. Angesichts der bisherigen Erfolgsbilanz und der Erfolgswahrscheinlichkeit ist die **CUV-Aktie aus analytischer Sicht daher deutlich unterbewertet.**

Kurzfristig könnten die anstehenden EMA-Entscheidungen zur Indikationserweiterung – auf die **ältere** Jugendaltersgruppe (**15–17 Jahre**) – für **SCENESSE®** (EPP) Wachstumsimpulse und Heraufstufungen an den Kapitalmärkten auslösen.

Unserer Ansicht nach haben die strategische Ausrichtung und die Risikominderung **die Attraktivität der Aktie grundlegend gesteigert.** Der deutliche Anstieg (+10–20 %) der Bewertungen von Vergleichsunternehmen deutet in dieselbe Richtung.

Die **Zulassung (~Geschäftsjahr 2029) von SCENESSE®** zur Behandlung von **Vitiligo und die länderweise Zulassung (~Geschäftsjahr 2027)** des Generikums **NEURACTHEL® (ACTH) in einer Reihe von EU-Mitgliedstaaten** dürften die größten potenziellen Wachstumstreiber sein. **Demgegenüber verringert der aktualisierte Zeitplan** für den Entwicklungskandidaten (CUV107) **dessen Barwert (NPV)**, der als Grundlage für die Bewertung und das Kursziel dient.

Die mögliche vollständige Notierung an der Nasdaq wird unserer Ansicht nach positiv aufgenommen werden und sollte daher zügig umgesetzt werden. Die vom Management diskutierte gleichzeitige Dekotierung von den australischen und deutschen Börsen dürfte unserer Ansicht nach nur vorübergehend negative Auswirkungen haben, **da die Bewertung an der Nasdaq relativ hoch ist.**

Wir bekräftigen unsere Kaufempfehlung für die Aktien von CLINUVEL Pharmaceuticals Ltd.





STRATEGIE

Rentabilität – Diversifizierung – Wachstum

Das führende Produkt ist das verschreibungspflichtige Implantat SCENESSE® (Afamelanotid 16 mg). Es ist in Europa, den USA, Israel, Australien und Kanada als weltweit erstes systemisches Lichtschutzmittel zur Vorbeugung von Phototoxizität (anaphylaktoide Reaktionen und Verbrennungen) **bei erwachsenen Patienten mit erythropoetischer Protoporphyrrie (EPP)** für den kommerziellen Vertrieb zugelassen. Eine Kostenerstattung erfolgt zudem über spezielle Zugangsprogramme (z. B. in der Schweiz).

CLINUVEL verfolgt ein integriertes Geschäftsmodell. Die Gruppe **ist schuldenfrei und seit zehn Jahren profitabel.** Bemerkenswert ist, dass das Unternehmen nur 150 Millionen AU\$ in die Entwicklung von SCENESSE® für EPP investieren musste – ein Bruchteil des Branchenstandards. **Wichtige Funktionen** (F&E, Zulassungsangelegenheiten, Vertrieb und Vermarktung, Markenführung) werden so weit wie möglich **intern wahrgenommen** und nicht an Dritte ausgelagert. **Zukünftig werden auch zentrale Produktionsschritte intern organisiert,** was angesichts der angestrebten Zulassungen und des damit verbundenen starken Wachstums der Produktmengen nur logisch ist. Zu diesem Zweck sowie für die Produktentwicklung (Formulierungen mit kontrollierter Freisetzung für flüssige Peptide) wird die F&E- und Innovationsabteilung **VALLAURIX** in Singapur derzeit massiv ausgebaut.

Die Entwicklungspipeline **konzentriert sich nun auf die drei fortgeschrittenen klinischen Projekte** mit Afamelanotid (SCENESSE®) zur Behandlung von **Vitiligo sowie ACTH, EPP und VP** – zuvor waren es insgesamt **neun Projekte, von denen sich sechs in der klinischen Entwicklung befanden.** Ausschlaggebend für diese Entscheidung waren die besten Erfolgsaussichten und die schnellsten Wege zum regulatorischen und kommerziellen Erfolg. Aus diesem Grund wird auch das Generikum **NEURACTHEL® (Autoimmun- und ZNS-Erkrankungen) weiterentwickelt und voraussichtlich in naher Zukunft auf den Markt gebracht.**



Katalysatoren und Kalender		Kj 2026 - Kj 2027
Kommerzielles Wachstum	SCENESSE®	
	SCENESSE® EMA Einreichung zur Nutzung bei jugendlichen EPP-Patienten	H2/ 2027
	SCENESSE® in EPP Health Canada Entscheid zur Marktzulassung	H2/ 2026
	<u>Vitilgo CUV105: Top-Line-Ergebnis</u>	Dez 26
	<u>Vitilgo CUV105: vollständiges Ergebnis</u>	H1/ 2027
	<u>Vitilgo CUV107: EMA Scientific Advice</u>	H1/ 2026
	<u>Vitilgo CUV107: Phase III startet Patienten-Rekrutierung</u>	Nov 26
	FDA Vitilgo Meeting	H1/ 2027
	<u>Vitilgo CUV107: Phase III Rekrutierung beendet</u>	H2/ 2027
	ACTH-NEURACTHEL®	
	EU: Erste Einreichung auf Marktzulassung	H2/ 2026
	flüssige, kontrollierte Freisetzungsformulierung: Top-Line-Ergebnis Prälinik	H1/2026
	Prälinik: vollständiges Ergebnis	H2/2026
VLRX-L	flüssige, kontrollierte Freisetzung in der Produktion (CDMO)	H1/2027
Entwicklungs-Pipeline	neue Peptide in flüssiger kontrollierter Freisetzung: vorklinische Daten	H1/2027
Unternehmen, Finanzen, Kommerzielles	volle Nasdaq Notierung	H1/2027
	CLINUVEL verlegt ihren Hauptsitz (HQ) in die USA	H1/2027
	AAD Meeting 2027 in San Francisco; USA	H1/2027
F&E + Innovationen	VALLAURIX, Singapur:	
	<u>Ausbau und Erweiterung des F&E-Zentrums</u>	H2/2026
	neue Peptide in flüssiger kontrollierter Freisetzung: vorklinische Daten	H1/2027

Quelle: Unternehmensangaben; PCR - 13.10.2026

CLINUVEL-Diagramm – Katalysatoren + Kalender

CLINUVEL setzt seine Investitionsstrategie zur Diversifizierung fort. Zu den Plänen gehören die Markteinführung von CUV107 (2. Halbjahr des Kalenderjahres 2026), die Veröffentlichung der vollständigen Ergebnisse zu CUV105 (1. Halbjahr des Kalenderjahres 2027), die Markteinführung der PhotoCosmetics-Produktreihe (M-Linien, Preserve und Bronze im 2. Halbjahr des Kalenderjahres 2027) sowie der weitere **Ausbau der Präsenz in den USA und des F&E-Zentrums in Singapur.** Es wird erwartet, dass sich die Einnahmequellen durch Vitiligo (TAM > 4,5 Mrd. US-Dollar), NEURACTHEL® (TAM ~ 1,3 Mrd. US-Dollar) und andere Programme zunehmend diversifizieren werden. Die starke Liquiditätslage ermöglicht eine eigenfinanzierte Umsetzung ohne Verwässerung. Das Unternehmen hat damit die Grundlage für seinen **Wandel von einem Ein-Produkt- zu einem Mehr-Produkt-Unternehmen** weiter gestärkt und positioniert sich klar auf den **nordamerikanischen Markt als seinen zukünftigen Schwerpunkt.**

In der Zwischenzeit wurde **die regionale Expansion** gezielt fortgesetzt, da sie Hand in Hand mit der Erweiterung des Produktportfolios geht. Bis **Ende 2027 sollen in Nordamerika rund 190 Behandlungszentren eingerichtet werden (Stand: 30. Juni 2026: 134 Zentren).**

Die zentralen Forschungsaktivitäten von CLINUVEL werden derzeit in Singapur durchgeführt, während die kommerziellen und klinischen Aktivitäten vom Vereinigten Königreich, der Europäischen Union und den Vereinigten Staaten aus gesteuert werden. Eine zentrale Aufgabe besteht **darin**, die Prozesse und die erforderliche Infrastruktur für **komplexere Entwicklungsprogramme und neue Projekte sowie für die laufende** Behandlung von Vitiligo-Patienten **skalierbar zu machen.**





Der Vorstand erwägt daher eine Änderung der Unternehmensholdingstruktur von CLINUVEL. Darüber hinaus erwägt das Unternehmen, eine vollständige Notierung seiner Stammaktien an der Nasdaq- -Börse („Nasdaq“) anzustreben und die Notierung an der ASX aufzuheben. Diese Änderungen müssten von den Aufsichtsbehörden, den Gerichten und den Aktionären genehmigt werden. Das Unternehmen wird zudem mit Wirkung **zum 1. Januar 2027 seinen neuen Hauptsitz in den Vereinigten Staaten** einrichten.

„PhotoCosmetics“ als integraler Bestandteil der Wachstumsstrategie

Neben der Entwicklung von Arzneimitteln **treibt** das Unternehmen die Markteinführung einer Reihe nicht-pharmazeutischer Konsumgüter (Non-Rx; OTC) **voran, die** unter **dem** Namen **„PhotoCosmetics“** bekannt sind. CLINUVEL versteht sich als **weltweit erstes Unternehmen**, das eine Technologie entwickelt und vermarktet, die **die Melaninproduktion in der Haut ohne Sonneneinstrahlung aktiviert**. Das bedeutet, dass der natürliche Bräunungsmechanismus des Körpers nachgebildet wird, während die mit UV-Strahlen verbundenen **Gesundheitsrisiken vermieden werden**.

Laut Marktforschern steht dies im Einklang mit **dem wachsenden Interesse der Verbraucher an wissenschaftlich fundierten Produkten und** von Dermatologen empfohlenen **Marken**. Im **März 2025 und 2026 war CLINUVEL** auf den Tagungen der American Academy of Dermatology (AAD) in Orlando bzw. Denver – der weltweit größten Dermatologiekonferenz – prominent vertreten. Dies markierte den Beginn **eines zweijährigen Pre-Launch-Programms** mit globalen Veranstaltungen, Medienpartnerschaften und Botschafterprogrammen, das die Marke in die Spitzenklasse der **Luxus-Beauty-Marken** positioniert.

Die innovative Hautpflegemarke CLINUVEL zielt auf einen wahrhaft riesigen Markt ab

Laut McKinsey wird der Markt für luxuriöse Hautpflegeprodukte bis zum KJ 2027 ein Volumen von rund 260 Milliarden US-Dollar erreichen; Luxus- und Prestigemarken werden dabei voraussichtlich das stärkste Wachstum verzeichnen, mit durchschnittlichen jährlichen Wachstumsraten von 11 % bzw. 7 %.

Nach der Pilot-Einführung der polychromatischen, lichtstabilisierenden Emulsionen **CYACÊLLE und CYACÊLLE Radiant steht die Markteinführung kurz bevor**. Die Einführung der **zweiten Produktlinie** (CLINUVEL Preserve – Assisted DNA Repair) und der **dritten Produktlinie** (CLINUVEL Bronze für Selbstbräuner) soll folgen; die Vorbereitungen scheinen noch nicht abgeschlossen zu sein, doch wurde eine **voraussichtliche Markteinführung im zweiten Halbjahr des KJ 2027** angekündigt. Die Markteinführung von **CLINUVEL Bronze** dürfte die Branche aufmischen, sollte es dieser **bahnbrechenden Technologie von CLINUVEL** gelingen, diese **innovative Marke für Hautgesundheit** zu etablieren. **Der Aufwand lohnt sich, da das Management einen adressierbaren Markt von 6,2 Milliarden US-Dollar pro Jahr im Visier hat.**

Wir gehen daher davon aus, dass die CYACÊLLE-Produktlinie ab dem KJ 2028 einen wesentlichen Beitrag zum Umsatz leisten wird.





SCENESSE® wird mindestens bis zum Geschäftsjahr 2027 die einzige zugelassene EPP-Behandlung bleiben.

SCENESSE® von CLINUVEL ist die weltweit erste und einzige zugelassene Therapie zur Behandlung der erythropoetischen Protoporphyririe (EPP) und wurde von Aufsichtsbehörden weltweit zugelassen (EU 2014; USA 2019). **Bis heute wurden weltweit über 21.700 Dosen an EPP-Patienten verabreicht.** Klinische Studien und Erfahrungen aus der Praxis haben gezeigt, dass SCENESSE® EPP-Patienten vor Licht und UV-Strahlung schützt, phototoxische Reaktionen verhindert und ihnen **ein Leben ermöglicht, das vor der Behandlung undenkbar gewesen wäre.** Das SCENESSE®-Implantat wird bis zu sechsmal pro Jahr **subkutan** von Ärzten **verabreicht**, die vom Hersteller speziell geschult und zertifiziert wurden. Es löst sich im Gewebe auf und muss nicht entfernt werden.

Die erythropoetische Protoporphyririe (EPP) ist eine vererbte genetische Erkrankung, die zu schwerwiegenden phototoxischen Reaktionen führt, wenn Patienten sichtbarem Licht ausgesetzt sind. Der **genetische Defekt, der EPP verursacht, kann nicht an der Wurzel behandelt werden.** Um Symptome zu verhindern, haben Betroffene **derzeit keine andere Wahl, als Sonnenlicht zu meiden** und ihren Aufenthalt im Freien zu beschränken. Lichteinwirkung löst bei den Betroffenen schmerzhaftes Hautreaktionen aus, die oft als „Lichtallergie“ bezeichnet werden (**insgesamt etwa 5.500 EPP-Patienten in den USA und der EU**).

EMA entscheidet im KJ 2027 über die Erweiterung der Zulassung von SCENESSE® (EPP)

CLINUVEL hat bei der EMA einen Antrag auf Erweiterung der Zulassung gestellt, damit auch EPP-Patienten in der **älteren** Jugendaltersgruppe (**15–17 Jahre**) **behandelt werden können.** **Auf Grundlage des Rückmeldes der EMA** schloss das Unternehmen die Studie CUV052 ab, die zeigte, dass Jugendliche im Alter von 12 bis 17 Jahren ähnliche Sicherheits- und Freisetzungsprofile aufwiesen wie erwachsene EPP-Patienten. Die Studienergebnisse wurden **der EMA im Geschäftsjahr 2026 vorgelegt**, und die Verschreibungsinformationen sowie der Risikomanagementplan wurden aktualisiert. **Die Entscheidung der EMA wird mit der Einreichung eines überarbeiteten Antrags im Kalenderjahr 2027 angestrebt.**

Wir schätzen die Zahl der betroffenen jugendlichen Patienten in Europa auf etwa 150, was einem **potenziellen Gesamtmarkt für „EPP bei Jugendlichen“ von etwa 15 Millionen AU\$ pro Jahr (> 8,5 Millionen €) entsprechen würde.** Die CUV052-Studie wird zudem die Ausweitung der **US-Zulassung** auf 12- bis 17-Jährige in den USA **unterstützen.**

SCENESSE® bei EPP Unserer Ansicht nach ist vor dem zweiten Halbjahr 2027 kein Konkurrenzpräparat in Sicht.

SCENESSE® ist nach wie vor der einzige zugelassene Wirkstoff (Implantat) zur Behandlung von EPP. **Dersimelagon** (ein oraler MC1R-Agonist), für den positive Phase-3-Daten vorliegen und der derzeit von der FDA geprüft wird, ist **auf dem besten Weg, voraussichtlich Ende des KJ 2027 oder danach zugelassen zu werden.** Das Projekt wurde vom Dermatologie-Spezialisten **LEO Pharma** übernommen. **LEO Pharma** erwarb die weltweiten Rechte von **Tanabe Pharma** (mit einem Patentablaufdatum am 18. August 2026) **für bis zu 435 Millionen US-Dollar** (Vorauszahlung + kurzfristige Meilensteine) zuzüglich weiterer Meilensteine und Lizenzgebühren. Die FDA hat den





Zulassungsantrag (NDA) im September angenommen und die endgültige Entscheidung (**PDUFA-Termin**) für **Februar 2027** angesetzt. Im Falle einer Zulassung **wäre dies die erste orale Therapie für EPP/XLP**. Wir rechnen **daher** mit **sehr strengen** Anforderungen und Auflagen **hinsichtlich der Pharmakovigilanz** für **Dersimelagon-Tabletten**, da das Risiko eines Off-Label-Missbrauchs bei einer oralen Behandlung deutlich höher ist als bei dem subkutanen Implantat SCENESSE®.

Nach dem CRL der FDA hat **Bitopertin** (Disc-1459, ein oraler GlyT1-Hemmer) seinen Fokus auf die **laufende Phase-III-Bestätigungsstudie APOLLO** (n ≈ 183) verlagert, deren **Topline-Ergebnisse für das 4. Quartal 2026** erwartet werden. Unserer Ansicht nach könnte eine mögliche Entscheidung der FDA über den eingereichten Zulassungsantrag daher etwa Mitte 2027 fallen. Wir gehen weiterhin davon aus, dass diese Therapie, **falls überhaupt, frühestens im KJ 2028** marktreif sein könnte.

Erythropoetischen Protoporphyrurie (EPP)	Inzidenz:	1:140K/ www (ca. 10.000 Menschen)
Markt (global/USA/EU 5/ROW):		ca. 10k/>2,5K/>2,5k/-
CLINUVEL	Zulassung:	in EU + in USA; SCENESSE® (16 mg Afa) Implantat
	2014 + 2019	adolescent Study Phase III CUV052
Wettbewerb (Firma; Produkt):	Vermarktung	
Disc Medicine: Bitopertin (Disc-1459)	2028e	oral , 1x täglich in EPP, XP, Phase III APOLLO 3
LEO Pharma: Dersimelagon	2027/2028e	oral , 1x täglich in EPP, XLP, 02/27 PDUFA-Date
<i>Quelle: Unternehmensangaben; PCR - 13.10.2026</i>		

CLINUVEL-Chart – EPP

Expansion in Nordamerika – für EPP- und Vitiligo-Patienten

Der Schwerpunkt der regionalen Expansion liegt auf den USA und Kanada, wo multinationale Pharmaunternehmen diese Indikation – die mittlerweile als „White-Spot“-Erkrankung klassifiziert wird – „entdeckt“ haben und darauf abzielen, mildere Fälle mit Immunmodulatoren (sogenannten JAK-Inhibitoren) zu behandeln.

Das Unternehmen betrachtet SCENESSE®-Implantate (Afamelanotid) als Alternative zur Behandlung von Vitiligo mit JAK-Hemmern. Es wurden zertifizierte Dermatologen und andere Fachärzte mit besonderer Erfahrung mit den Zielgruppen ausgewählt. Da die Kombination aus SCENESSE® und Phototherapie den verfügbaren Daten zufolge hochwirksam ist, ist es sinnvoll, nur solche Zentren auszuwählen, die bereits UVA- und UVB-Phototherapie anbieten. **Eine große Anzahl von US-amerikanischen Universitäts- und medizinischen Zentren wurde bereits** geschult und für die Behandlung mit SCENESSE® (Afamelanotid) zugelassen. **Ziel ist es, bis Ende 2027 ein Netzwerk von 190 Zentren** (Stand: 30. Juni 2026: 129, darunter 5 in Kanada) **in 48 US-Bundesstaaten und Kanada aufzubauen** und dieses Netzwerk in den folgenden Jahren zu vervollständigen. **Abrechnungs_codes** wurden vergeben, und **über 100 Versicherer** erstatten die Kosten für das Produkt bereits.

Das in Nordamerika entstehende Netzwerk von Behandlungszentren würde nicht nur viele der **geschätzten 1.300 EPP-Patienten in den USA** (ca. 333 Millionen Einwohner) **erreichen, sondern** wäre **auch** in der Lage, **in den ersten beiden Behandlungsjahren etwa 6.000 Vitiligo-Patienten**





aufzunehmen und zu behandeln. Während für EPP **eine kontinuierliche jährliche Behandlung mit bis zu sechs SCENESSE®-Implantaten** angeboten wird, scheint bei Vitiligo eine Repigmentierung von 85 % bis 95 % bereits mit einem einzigen anfänglichen Behandlungszyklus **von sieben bis neun Dosen** in Kombination mit Schmalband-UVB-Bestrahlung möglich zu sein. Laut CLINUVEL sind für **die jährliche Erhaltungstherapie möglicherweise zwei Implantate** erforderlich.

Eine große Chance – REPIGMENTIERUNG – SCENESSE® bei Vitiligo – für schwere Fälle

Der derzeitige US-Markt für behandelte Vitiligo-Fälle ist zwar noch relativ klein (ca. **200–320 Millionen US-Dollar**), verfügt jedoch aufgrund neuer systemischer Therapien über ein erhebliches Wachstumspotenzial. Die große Diskrepanz zwischen der Prävalenz (1,9–2,8 Millionen Betroffene) und der Zahl der behandelten Patienten (ca. 0,3–0,5 Millionen behandelte Fälle pro Jahr) erklärt das große Interesse der Pharmaunternehmen. Mit dem **Markteintritt oraler JAK-Hemmer** (Rinvoq® bereits in der EU zugelassen, Litfulo® und andere in fortgeschrittener Entwicklung) **für leichte Fälle** und potenziellen weiteren Optionen (z. B. **Afamelanotid**) **für schwere Fälle** wird ein deutliches Wachstum erwartet. Analysten und Unternehmen schätzen das maximale Umsatzpotenzial für die **Indikation Vitiligo in den USA** bei erfolgreich zugelassenen systemischen Therapien (siehe unten) **auf mehrere hundert Millionen bis in den niedrigen Milliardenbereich** (abhängig von Marktdurchdringung und Preisgestaltung).

Wenn Vitiligo eine durch den JAK-STAT-Signalweg vermittelte Entzündungsreaktion ist, dann sind JAK-Inhibitoren genau das, was die Signalübertragung dämpft, die die pigmentproduzierenden Melanozyten zerstört. Es ist dasselbe Prinzip, das JAK-Inhibitoren bei der Behandlung anderer entzündlicher Erkrankungen, von rheumatoider Arthritis bis hin zu Ekzemen, erfolgreich gemacht hat. **Opzelura® (Incyte Inc.)** erweitert seine EU-Indikationen (AD) und zeigt eine anhaltende Langzeitwirksamkeit bei Vitiligo. Sein Nachfolger, **Povorcitinib (Incyte Inc.)**, rückt der Zulassung für Psoriasis und Vitiligo näher. **Rinvoq® (AbbVie)** hat im Juli die EU-Zulassung für Vitiligo erhalten. **Litfulo® (Pfizer)** liefert überzeugende Phase-3-Daten für Vitiligo und bereitet sich auf weltweite Zulassungsanträge vor.

Die Behandlung mit JAK-Inhibitoren ist jedoch im Wesentlichen ein entzündungshemmender Ansatz. Bei Vitiligo verhindert die Unterdrückung der Entzündung zwar die Ausbreitung der Erkrankung, **führt aber allein nicht zur Wiederherstellung** der Melanozyten (und damit der Pigmentierung). **Hier kommt die Kombinationstherapie mit SCENESSE® plus Bestrahlung (+NB-UVB) ins Spiel – ohne das Immunsystem zu unterdrücken.**

Zudem schränken die für **JAK-Hemmer typischen Nebenwirkungen** deren Anwendungsspektrum ein. **Der JAK-Hemmer Opzelura® ist in den USA mit einem entsprechenden „Black-Box“-Warnhinweis versehen** (Risiken wie schwere Infektionen, Blutgerinnsel, kardiovaskuläre Ereignisse, bestimmte Krebsarten und erhöhte Mortalität). **Opzelura® gilt daher als Spezialmedikament** (Vorabgenehmigungsaufgaben, Sicherheitsüberwachung, hoher Preis von ca. 1.900–2.500 US-Dollar pro 60-g-Tube, Bruttokosten pro Patient: US-Dollar 15.000–30.000+ pro Jahr). Es wird in erster Linie **von Dermatologen verschrieben und über ein Netzwerk von Spezialapotheken abgegeben**, oft direkt an Patienten versandt, die die Creme bis zu zweimal täglich als Monotherapie auftragen.





Der große potenzielle Markt für Vitiligo erfordert je nach Schweregrad, Hauttyp und Nebenwirkungen vielfältige Behandlungsmöglichkeiten. **Solche Fälle könnten besonders gut von SCENESSE® profitieren**, wodurch **sich das Patientenpotenzial, das SCENESSE® im engeren Sinne anspricht, auf etwa 60.000 bis 65.000 Patienten in den USA erweitern würde**. Die angestrebte Zulassung von SCENESSE® (+NB-UVB) zur Behandlung von Vitiligo richtet sich an Patienten mit dunkleren Hauttönen (Fitzpatrick-Hauttypen III–VI) und einer größeren von Vitiligo betroffenen Körperfläche, was etwa 60.000 bis 65.000 adressierbaren Patienten in den USA entspricht.

JAK-Hemmer – für leichte Fälle von Vitiligo, jedoch mit einer „Black-Box-Warnung“

In den USA ist der JAK-Inhibitor Opzelura® (Ruxolitinib) seit Juli 2022 von der FDA für die Behandlung von Vitiligo bei Patienten mit einer betroffenen Körperoberfläche (BSA) von $\leq 10\%$ zugelassen (in der EU seit April 2023 als erste und einzige topische Therapie zugelassen) und zeigt dort ebenfalls vielversprechende Wirksamkeit. Opzelura® verzeichnet weiterhin ein robustes Wachstum (zugrundeliegendes zweistelliges Wachstum), profitiert von Indikationserweiterungen (pädiatrische AD in den USA, mittelschwere AD in der EU) und dem günstigen CMS-Vergleich (1. Halbjahr 2026: Umsatz: +109 % im Jahresvergleich auf 593 Millionen US-Dollar). Starke Nachfrage in den USA (atopische Dermatitis und Vitiligo) und steigende Umsätze außerhalb der USA (einschließlich Kanada, Italien und neuer Märkte). NICE-Empfehlung in Großbritannien für Vitiligo. **Incyte hat seine Gesamtjahresprognose für Opzelura® (einschließlich eines einmaligen CMS-Effekts von 246 Mio. US\$) deutlich auf 1,05–1,10 Mrd. US\$ angehoben (zuvor unter 800 Mio. US\$).**

Als Nachfolgeprodukt wird Pavorcitinib (ein oraler JAK1-Hemmer) von Incyte Inc. unter anderem **erfolgreich bei Vitiligo (NSV) getestet** (positive Phase-III-Daten (STOP-V1/STOP-V2); primärer Endpunkt F-VASI75 in Woche 52 erreicht). Zulassungsanträge sind für Anfang KJ 2027 geplant.

AbbVie (ABBV/NYSE) testet derzeit Rinvoq® (Upadacitinib), einen oralen JAK-Hemmer, der bereits für eine Reihe von immunvermittelten Erkrankungen wie RA, PsA, UC und **Vitiligo (NSV)** zugelassen ist. Nebenwirkungen haben in diesem Fall ebenfalls zu einer „Black-Box-Warnung“ geführt. Als **erste und bislang einzige systemische Therapie ist die Tablette in der EU** für erwachsene und jugendliche **Vitiligo-Patienten (NSV)** ab 12 Jahren zugelassen (15 mg einmal täglich). **Zulassungsanträge (sNDAs)** für beide Indikationen (Alopecia areata und Vitiligo) sind derzeit anhängig. Entscheidungen bezüglich Vitiligo werden in den kommenden Monaten erwartet. Für die neuen dermatologischen Indikationen (Vitiligo + Alopecia areata = kreisrunder Haarausfall) wird ein Spitzenumsatz von bis zu 2 Milliarden US-Dollar prognostiziert.



Vitiligo	Inzidenz:	0,5- 2 % www (>40 - 160 Mio. Menschen)
Markt (global/USA/EU 5/ROW):		<160 Mio./70K/40k/-
CLINUVEL	Zulassung: 2029e	Phase III: CUV105; CUV107 (SCENESSE®; 16 mg Afa dunklerer Hauttyp (Fitzpatrick-Hauttyp III-VI) CUV105 Phase III-Topline Resultate in 12/26; CUV107 Phase III: FPI in 11/26
Wettbewerb (Firma; Produkt):	Vermarktung	
Incyte Inc: Opzelura (Ruxolitinib)	2022/23	Opzelura (topischer JAK-Inhibitor), Creme
Incyte Inc: NCT06113445 (Povorcitinib)	2028e	Povorcitinib (topischer JAK1-Inhibitor), Creme
AbbVie: Rinvoq (Upadacitinib)	2027e	Phase III (oraler JAK-Inhibitor), Tablette
Pfizer: Litfulo (Ritlecitinib)	2028e	Phase III (oraler JAK3-Inhibitor) ,Tablette
<i>Quelle: Unternehmensangaben; PCR - 13.10.2026</i>		

CLINUVEL-Diagramm - Vitiligo

Pfizer (PFE/NYSE) testet den JAK3-Hemmer Litfulo® (Ritlecitinib) zur Behandlung von NSV. Positive Topline-Ergebnisse aus den Phase-III-Studien TRANQUILLO und TRANQUILLO 2 wurden im Juli 2026 veröffentlicht. Beide Dosierungen (50 mg und 100 mg) schnitten in Woche 52 bei den gemeinsamen primären Endpunkten F-VASI75 und T-VASI50 deutlich besser ab als Placebo. **Weltweite Zulassungsanträge sind zunächst für Erwachsene geplant.**

Phase-III-Studie CUV107 – Abschließende Zulassungsstudie zu VITILIGO mit höchster Priorität

CLINUVEL plant, vor Einreichung des Zulassungsdossiers mindestens zwei (CUV105 + CUV107) Studien durchzuführen, die für die behördliche Zulassung relevant sein könnten. Nach Abschluss von CUV105 wurde nun die **Phase-III-Studie CUV107 (+NB-UVB; n > 300) mit den Zulassungsbehörden abgestimmt, und der Beginn der Rekrutierung ist für das 4. Quartal des Kalenderjahres 2026 vorgesehen.** Aufgrund der Erfahrungen aus der Studie CUV105 „ “ (Behandlungsdauer, Abbruchrate) rechnen wir **nicht** mit einer **Markteinführung vor dem Kalenderjahr 2028, sondern eher im KJ 2029.**

Die Rekrutierung für die **Phase-III-Studie CUV105 zur Behandlung von Vitiligo (n = 210; bis zu 7 Implantate + NB-UVB-Bestrahlung) wurde** nach Optimierungsmaßnahmen **im Mai 2025 vorzeitig abgeschlossen.** Die Einschlusskriterien für die CUV105-Studie waren gelockert worden; dennoch müssen die meisten Patienten bis zu 18 Monate lang zweimal wöchentlich die Klinik aufsuchen, um einen gewissen Grad an (Re-)Pigmentierung zu erreichen. Angesichts der Belastung, die die Teilnahme an einem solchen klinischen Programm mit sich bringt, ist die **Abbruchrate bei Vitiligo jedoch generell recht hoch. Topline-Ergebnisse werden für Dezember 2026 erwartet.**

Es ist weiterhin wichtig zu beachten, dass sich die CUV-Studie auf schwere Fälle bei Patienten mit dunkler Hautfarbe konzentriert, da der Einsatz von SCENESSE® hier besonders vorteilhaft ist. Es gilt weiterhin, dass das primäre Einschlusskriterium für **die CUV-Studie Patienten mit schwerer Erkrankung (>=10 % der Körperoberfläche (BSA)) ist,** während JAK-Hemmer nur für Patienten mit <=10 % BSA geeignet sind. SCENESSE® wäre somit die einzige systemische Therapie für Vitiligo, die das **Immunsystem**





NICHT moduliert, da JAK-Hemmer die menschliche Immunantwort unterdrücken – manchmal mit schwerwiegenden Nebenwirkungen.

Sollte die FDA die Sicherheits- und Wirksamkeitsdaten (aus etwa 1.000 Behandlungen) aus den Studien als ausreichend erachten, könnte CLINUVEL einen (beschleunigten) **ergänzenden Zulassungsantrag (sNDA) für SCENESSE® zur Behandlung von Vitiligo** einreichen. Dieser ergänzende Antrag ist erforderlich, um eine neue Indikation in die Packungsbeilage eines bereits in den USA zugelassenen Arzneimittels (SCENESSE® im Rahmen des EPP) aufzunehmen.

Aufgrund von Erfahrungen und Forschungsergebnissen schätzt das Management von CLINUVEL, dass ein US-Zentrum **in der Regel 50 neue Vitiligo-Patienten pro Jahr behandeln kann**. Die meisten Patienten müssen die Klinik bis zu 18 Monate lang zweimal pro Woche aufsuchen, um einen gewissen Grad an (Re-)Pigmentierung zu erreichen. Es können etwa 8-9 Dosen erforderlich sein, um über einen Behandlungszyklus von mehreren Jahren hinweg eine Repigmentierung von etwa 90 % zu erreichen. Angesichts der mit der Teilnahme an einem solchen klinischen Programm verbundenen Belastung ist die **Abbruchrate bei Vitiligo jedoch im Allgemeinen recht hoch**, und die Patientenrekrutierung stellt eine große Herausforderung dar.

Zusammenfassend geht das Management von CLINUVEL davon aus, in den ersten Jahren etwa 6.000 Vitiligo-Patienten in 120 US-Zentren behandeln zu können. Das Management schätzt den Umsatz in den ersten beiden Verkaufsjahren aus der Behandlung von etwa 6.000 Patienten auf „**490 bis 570 Millionen US-Dollar**“ (ca. **691 bis 804 Millionen AU\$**).

Bei einem potenziellen Jahrespreis von >130.000 AU\$ würde die Behandlung von 6.000 Patienten mit SCENESSE® (geplante erste Phase des Ausbaus der CLINUVEL-Behandlungszentren in den USA; ca. 9 % des adressierbaren Marktes) **zusätzliche Einnahmen von mehr als 735 Millionen AU\$** generieren, wobei bei einem größeren Netzwerk (190 Zentren) von Behandlungszentren sogar noch höhere Akzeptanzraten möglich wären.

LICHTSCHUTZ SCENESSE® bei VP – Phase-III-Studie CUV053 steht noch aus

Die Variegate-Porphyrie (VP) ist **eine seltene, vererbte Porphyrerkrankung**. Porphyrine (verursacht durch einen Mangel des Enzyms PPOX) reichern sich in der Leber an und können das Nervensystem und die Haut angreifen, **was** – typischerweise im Erwachsenenalter – zu den **sehr unterschiedlichen Symptomen von Porphyrieanfällen führt**. Betroffene entwickeln kutane (Haut-) oder neurologische Anomalien oder beides. **Die Hautsymptome sind in der Regel chronisch, während die neurologischen Symptome typischerweise in akuten Episoden auftreten, die Tage oder Wochen andauern**. Blasenbildung an Händen und im Gesicht sowie Sonnenlichtempfindlichkeit sind die häufigsten Hautsymptome.

Nur CLINUVEL (CUV040; Proof-of-Concept-Studie der Phase IIa zur Bewertung der Sicherheit und Wirksamkeit von Afamelanotid (16 mg) bei Patienten mit einer durch Variegata-Porphyrie (VP) bedingten Hauterkrankung) verfügt über einen **zielgerichteten Wirkstoffkandidaten für VP in der klinischen Phase**. Alle sechs Patienten zeigten Berichten zufolge positive Fortschritte – die klinischen Symptome waren zurückgegangen und die Lebensqualität hatte sich verbessert.



Erste Datenanalysen zum **systemischen Lichtschutz** und zu den dermatologischen Symptomen **stehen noch aus**. Die ersten Wirksamkeitsdaten werden entscheidend dafür sein, festzustellen, ob SCENESSE® die neurologischen (abdominalen) Symptome und/oder die mit VP verbundenen Hautsymptome verbessert. Der Start von **CUV053 als zulassungsrelevante Phase-III-Studie wurde verschoben, um dem Vitiligo-Programm Vorrang einzuräumen. Die Studie wird zu einem späteren Zeitpunkt neu bewertet. Wir schätzen, dass es etwa 3–4 Jahre dauern wird**, bis SCENESSE® als zweite verfügbare Therapie für VP-Patienten **zugelassen werden könnte (als Typ-II-Erweiterung mit 10 Jahren Exklusivität)**.

Seit 2019/2020 gibt es ein einziges von der FDA und der EMA zugelassenes Therapeutikum namens Givlaari (Givosiran ALN-AS1) zur Behandlung der akuten hepatischen Porphyrie, einschließlich der Variegata-Porphyrie (VP). Speziell bei der VP behandelt Givlaari jedoch nur die akuten Symptome. Givlaari wird von Alnylam (NASDAQ: ALNY) in den USA, der EU und anderen Ländern vermarktet. Der Markt ist klein (geschätzt auf etwa 3.000 diagnostizierte aktive Patienten in den USA und Europa). Der Jahresumsatz im Kalenderjahr 25 stieg im Vergleich zum Vorjahr um +20 % auf 308 Millionen US-Dollar. Givlaari wächst stetig und ist ein wichtiger, profitabler Bestandteil des Portfolios für seltene Krankheiten. Derzeit gibt es keine wesentlichen neuen klinischen oder regulatorischen Nachrichten zu Givlaari – der Fokus liegt auf der kommerziellen Umsetzung und der Ausweitung der Patientengruppe.

Variegata Porphyrie (VP)	Inzidenz:	1:100K/ www (<80.000 Menschen)
Markt (global/USA/EU 5/ROW):		<80k/>5K/>5k/-
CLINUVEL	Zulassung: ?	Phase III: CUV053 Start ???
OD-Designation (EMA)		
Wettbewerb:	Vermarktung	
Alnylam: Givlaari	2020	akuten hepatischen Porphyrie und VP-Patienten
-		
<i>Quelle: Unternehmensangaben; PCR - 13.10.2026</i>		

CLINUVEL-Diagramm – VP

NEURACTHEL® – ein generisches ACTH zur Behandlung von rheumatischen und Autoimmunerkrankungen

Wir haben das NEURACTHEL®-Projekt **in unsere Prognosemodelle aufgenommen, da erste Umsätze voraussichtlich in der zweiten Hälfte des KJ 2027 erzielt werden könnten.**

Die Zulassung für das Generikum **NEURACTHEL® Instant** wird **im zweiten Halbjahr des KJ 2026 im Rahmen eines ersten europäischen Zulassungsantrags für die ersten Indikationen beantragt. Nach der Erstzulassung und weiteren Zulassungsanträgen in anderen europäischen Ländern erwarten wir, dass einige Jahre später eine jährliche Umsatzschwelle von 15 Millionen US-Dollar erreicht werden dürfte. Unserer Ansicht nach wird das firmeneigene Einweg-Verabreichungsgerät ZEROKIN™ die Akzeptanz bei den Patienten – und damit den Markterfolg – erheblich steigern.** Eine modifizierte Formulierung sowie „ „ – eine Instant-Formulierung – sind verfügbar. Ein weiteres Ziel ist die Erstellung eines Drug Master File zur Einreichung bei der US-amerikanischen FDA. Das Management





von **CLINUVEL** schätzt das eigenständige Umsatzpotenzial von **NEURACTHEL®** auf etwa **150 Millionen US-Dollar** pro Jahr (= **211 Millionen australische Dollar**) bei einem gesamten adressierbaren Markt (TAM) von etwa 1,3 Milliarden US-Dollar.

CLINUVEL entwickelt NEURACTHEL® Instant als Generikum, was bedeutet, dass für die Zulassung lediglich der Nachweis der analytischen (pharmakokinetische Tests am Menschen) und statistischen Vergleichbarkeit mit bestehenden ACTH-Produkten der Originalhersteller erforderlich ist – was weniger Zeit, weniger Kosten und **weniger Risiko mit sich bringt**. **Seit Januar 2023 wurde die Produktion von NEURACTHEL® in Zusammenarbeit mit dem Partner kontinuierlich auf kommerzielles Niveau gemäß den cGMP-Standards** (sowohl für den Wirkstoff als auch für das Fertigarzneimittel) **hochgefahren**. Neben der Qualität sind **die Herstellungskosten** ein zentraler Aspekt der Optimierungsbemühungen für Generikahersteller.

Pünktlich zur **ersten Zulassung in einem EU-Land** hat CLINUVEL die Entwicklung von ZEROKIN™ abgeschlossen, einer **firmeneigenen Einweg-Verabreichungsvorrichtung für die subkutane Verabreichung von Arzneimitteln**. ZEROKIN™ dient zur Verabreichung neuartiger Formulierungen mit kontrollierter Freisetzung, die im Forschungs-, Entwicklungs- und Innovationszentrum von CLINUVEL in Singapur (RD&I-Zentrum VALLAURIX) entwickelt wurden. Es wird bei der FDA im Rahmen des 510(k)-Verfahrens als Medizinprodukt der Klasse II registriert und muss gemäß der EU-Medizinprodukteverordnung die CE-Kennzeichnung erhalten.

Wir erkennen zweifellos das wirtschaftliche Potenzial – **der ACTH-Markt** (von der FDA für 24 Indikationen zugelassen) **wird im KJ 2025 über alle Therapiebereiche hinweg auf jährlich 933 Millionen US-Dollar geschätzt (>+39 % im Jahresvergleich)**. Ein erheblicher Teil davon entfällt auf **MS-Schübe**.

Als Therapeutikum stellt ACTH eine Alternative zu Kortikosteroiden (Prednison usw.) dar, die zur Behandlung von rheumatischen und Autoimmunerkrankungen eingesetzt werden. Wie Kortikosteroide verlangsamt auch ACTH das Fortschreiten der Erkrankung nicht. ACTH wurde erstmals in **den 1950er Jahren** als Therapeutikum zugelassen. ACTH-Analoga sind als Flüssig- und Gelformulierungen erhältlich – zur Injektion, idealerweise unter Verwendung einer **Selbstinjektionsvorrichtung** – zur Anwendung bei schweren chronischen und akuten neurologischen, endokrinologischen und degenerativen Erkrankungen.

H.P. Acthar Gel wird seit langem off-label zur Behandlung von Anfällen bei Kindern eingesetzt (etwa 1.800–2.200 neue Fälle pro Jahr in den USA). **P. Acthar Gel** wurde ursprünglich 1952 zugelassen. Für Mallinckrodt Pharmaceutical plc (NYSE: MNK) **ist Acthar Gel der wichtigste Umsatztreiber und erwirtschaftet 644 Millionen US-Dollar (+40 % im Jahresvergleich)**. Das Wachstum von Acthar Gel im Jahr 2025 wurde in erster Linie durch eine höhere Nachfrage in Verbindung mit dem starken Wiederaufschwung des gesamten ACTH-Marktes angetrieben. Das im Kalenderjahr 2024 zugelassene **Selbstinjektionsgerät war der wichtigste Motor dieses Wachstums**. Im 3. Quartal 2025 entfielen beispielsweise 84 % aller neuen Verschreibungen auf Selfject. Das Gerät macht die Verabreichung deutlich einfacher und patientenfreundlicher.





ANI Pharmaceuticals (NASDAQ: ANIP) erhielt **im November 2021 die FDA-Zulassung für Cortrophin Gel**. Das Unternehmen expandiert seit Jahren in weitere Anwendungsbereiche und Indikationen. Wie H.P. Acthar ist das Medikament **für 22 chronische Autoimmunerkrankungen zugelassen**, darunter MS, rheumatoide Arthritis (RA) und das nephrotische Syndrom (NS). **Bis zum Geschäftsjahr 2025 – vier Jahre nach der Markteinführung – war der Umsatz mit Cortrophin Gel auf fast 348 Millionen US-Dollar gestiegen (+76 % im Vergleich zum Vorjahr)**. Dank erweiterter Indikationen (insbesondere in der Neurologie) und verstärkter Vertriebsbemühungen war das Produkt der klare Wachstums -Treiber für ANI Pharmaceuticals und machte einen großen Teil des Umsatzes im Bereich seltener Krankheiten aus. Die Prognose für das Geschäftsjahr 26 sieht 520 Millionen US-Dollar vor.

NEURACTHEL® ACTH-Generika		24 Indikationen	
Markt (global/USA/EU 5/ROW):		>US\$ 900 m/-	
CLINUVEL	Zulassung:	EU Filings CY26e; ACTH generic, liquid	
	2027e	NEURACTHEL® Instant in IS, MS	
Wettbewerb (Firma; Produkt):		Vermarktung	
Mallinckrodt: H.P. Acthar Gel		2014	chronische Autoimmun-Erkr. (MS,RA,NS, etc.)
ANI Pharmaceuticals: Cortrophin Gel		2022	chronische Autoimmun-Erkr. (MS,RA,NS, etc.)
<i>Quelle: Unternehmensangaben; PCR - 13.10.2026</i>			

CLINUVEL-Diagramm – Generisches ACTH



FINANZEN

Geschäftsjahr 2025/2026 (kurz: GJ 2026) – Disziplinierte Konsolidierung und gezielte Expansion

Die Finanzergebnisse spiegeln die disziplinierte Strategie des Unternehmens wider, die auf kontinuierlicher Verbesserung und strenger Kostenkontrolle basiert und durch die fortlaufenden Fortschritte im klinischen Portfolio eine solide Grundlage für Diversifizierung und zukünftige Umsatzströme schafft. Der Ausbau der Geschäftstätigkeit (Infrastruktur, Kapazitäten und Präsenz in den USA) steht im Einklang mit der langfristigen Strategie und der verstärkten Ausrichtung auf Nordamerika.

Das Unternehmen legt seine Finanzergebnisse gemäß den australischen Rechnungslegungsstandards vor. **Der Gesamtumsatz (TR)**, einschließlich Zinsen und sonstiger Erträge – der wichtigste Umsatz-KPI – belief sich im Geschäftsjahr 2026 auf 101,2 Mio. AU\$, was **einem Rückgang** von 4,1 Mio. AU\$ bzw. 4 % gegenüber dem Vorjahr entspricht (Geschäftsjahr 2025: 105,3 Mio. AU\$). **Der Nettoumsatz** (kommerzieller Bereich und Special Access Scheme) belief sich auf insgesamt 94,0 Mio. AU\$ (–1 % im Jahresvergleich gegenüber 95,0 Mio. AU\$). **Trotz des leichten Rückgangs** wurden mit SCENESSE® **Rekordbehandlungszahlen** erzielt (weltweit +6 %, Europa +13 %).

Die Gesamtkosten blieben mit 53,5 Mio. AU\$ nahezu stabil (–0,5 % im Jahresvergleich gegenüber 53,7 Mio. AU\$), was die anhaltend strenge Kostendisziplin des Unternehmens unterstreicht. Das Unternehmen setzte seine geplante Expansion fort und übertraf das Ziel von 120 geschulten und zertifizierten Spezialzentren in Nordamerika (derzeit 134 Zentren). Das Netzwerk wird auf **die zukünftige Vitiligo-Versorgung vorbereitet** und soll bis Ende 2027 auf 190 Zentren erweitert werden. Die Ausgaben standen in engem Einklang mit den strategischen Zielen. Der Schwerpunkt lag auf **der Weiterentwicklung der Pipeline** (insbesondere des Phase-III-Vitiligo-Programms CUV105, den Vorbereitungen für CUV107 und NEURACTHEL®) sowie auf dem Ausbau der Infrastruktur in den USA und des VALLAURIX-Forschungs- und Entwicklungszentrums in Singapur.

Die Barreserven (Barmittel und Festgeldanlagen) **stiegen um 28 Mio. AU\$ (+12 % im Jahresvergleich) auf 252,1 Mio. AU\$** (ohne die Vorauszahlung von 12,2 Mio. AU\$ an Einkommensteuer hätte der Wert bei 264 Mio. AU\$ gelegen). Dies bietet weiterhin Spielraum für organisches Wachstum, die Entwicklung der Pipeline und potenzielle M&A-Aktivitäten. Das Unternehmen profitierte weiterhin von Zinserträgen aus Festgeldanlagen.

Für das Geschäftsjahr 2026 meldete das Unternehmen am 27. August 2026 einen Jahresüberschuss vor Steuern von 47,7 Mio. AU\$ (–8 % im Vergleich zum Vorjahr mit 51,6 Mio. AU\$) und einen Jahresüberschuss nach Steuern von 33,9 Mio. AU\$ (–6 % im Vergleich zum Vorjahr mit 36,2 Mio. AU\$). Das unverwässerte Ergebnis je Aktie betrug 0,68 AU\$ (Vorjahr: 0,72 AU\$). Damit erzielte CLINUVEL den **zehnten Jahresgewinn in Folge** und hat **zum neunten Mal in Folge eine Dividende** (0,05 AU\$ pro Aktie) ausgeschüttet.

Die **Bilanz blieb sehr solide**: Das Nettovermögen stieg auf 272,9 Mio. AU\$ (+13 % im Jahresvergleich) und die Bilanzsumme auf 295,1 Mio. AU\$. Das Unternehmen ist seit 20 Jahren in Folge schuldenfrei. Der operative Cashflow belief sich auf etwa 37–40 Mio. AU\$ und wurde in erster Linie durch die weltweiten SCENESSE®-Umsätze getrieben.





Der **Ausbau des VALLAURIX RD&I-Zentrums** gewinnt zunehmend an Bedeutung. Im Dezember 2025 kündigte CLINUVEL einen bedeutenden **fünffährigen Ausbau** des VALLAURIX-Zentrums an, der vom Singapore Economic Development Board (EDB) unterstützt wird: Der aktuelle Schwerpunkt liegt auf dem Ausbau der Formulierungs- und Analysekapazitäten – einschließlich des Baus weiterer hochmoderner Labore und der schrittweisen Aufstockung der Zahl der Fachkräfte. Ziel ist es, bis **zum Geschäftsjahr 2028 die vollständige Inbetriebnahme** und die Zertifizierung der erweiterten Anlagen durch die „ „ zu erreichen. Es wird nicht erwartet, dass die Erweiterung laufende Programme (z. B. Vitiligo, NEURACTHEL) beeinträchtigt, und sie wird die vertikale Integration von CLINUVEL stärken.

Das Zentrum dient als zentrale Drehscheibe für die **Entwicklung neuer Peptidformulierungen und Wirkstofffreisetzungsplattformen** (insbesondere Systeme mit kontrollierter Freisetzung/langwirksame Systeme für Melanocortine und andere Peptide). Die Entwicklungsbemühungen konzentrieren sich auf flüssige Wirkstofffreisetzungsplattformen mit kontrollierter Freisetzung und langer Wirkdauer („VLRX-L-Plattform“). Kandidaten dieses Typs mit hervorragenden Freisetzungsprofilen wurden bereits vor einigen Monaten identifiziert. Derzeit läuft die Optimierung am Standort; weitere **präklinische Studien sind für das 1. Quartal 2027 geplant**; außerdem laufen die Vorbereitungen für eine Produktionssteigerung.

PCR-Schätzungen für die Geschäftsjahre 2027 und 2028 – Modellierung von Umsatz und Betriebsausgaben

Das Unternehmen hat keine Prognose veröffentlicht.

CLINUVEL setzt seine Investitionsstrategie zur Diversifizierung fort. Zu den Plänen gehören die Markteinführung von CUV107 (H2/Kj 2026), die Veröffentlichung der vollständigen Ergebnisse zu CUV105 (H1/Kj 27), die Markteinführung der PhotoCosmetics-Produktreihe (M-lines Preserve und Bronze im H2/Kj 27) sowie der weitere **Ausbau der Präsenz in den USA und des F&E-Zentrums in Singapur**. Es wird erwartet, dass sich die Einnahmequellen durch Vitiligo (TAM > 4,5 Mrd. US-Dollar), NEURACTHEL® (TAM ~ 1,3 Mrd. US-Dollar) und andere Programme zunehmend diversifizieren werden. Die starke Liquiditätslage ermöglicht eine eigenfinanzierte Umsetzung ohne Verwässerung. Das Unternehmen hat damit die Grundlage für seinen **Wandel von einem Ein-Produkt- zu einem Mehr-Produkt-Unternehmen** weiter gestärkt und positioniert sich klar für den **nordamerikanischen Markt als seinen zukünftigen Schwerpunkt**.

Wir schätzen, dass der Produktumsatz (ohne Zinserträge) zunächst um 3 % und anschließend im Geschäftsjahr 2027 und im Geschäftsjahr 2028 um 17 % (nominal) wachsen wird, sobald die regionale Expansion (EPP in den USA) und die Indikationserweiterungen für SCENESSE® im Rahmen des EPP (Angleichung der Zulassungsbedingungen zwischen der EU und den USA; für Jugendliche in der EU) erreicht und vollständig umgesetzt sind. Wir schätzen den risikobereinigten Umsatz für die Geschäftsjahre 2027 und 2028 auf 85,6 Mio. AU\$ (-9 % gegenüber dem Vorjahr) bzw. 87,8 Mio. AU\$ (+2,6 % gegenüber dem Vorjahr).

Wir erwarten, dass **die Bruttozinserträge** in beiden Jahren auf einem ähnlichen Niveau wie im Geschäftsjahr 26 liegen werden (10,44 Mio. AUD).





Unserer Ansicht nach wird die **F&E-Quote** im Geschäftsjahr 2027e und im Geschäftsjahr 2028e **steigen**, da wir davon ausgehen, dass das **wichtige klinische Phase-III-Programm CUV107** zur Behandlung von Vitiligo **sowie die Bewertung von CUV105** in diesem Zeitraum durchgeführt werden. Unserer Ansicht nach wird die hocheffiziente interne Durchführung klinischer Studienprogramme (im Vergleich zur vollständigen Auslagerung an CRO-Dienstleister) den Kostenanstieg in absoluten Zahlen überschaubar halten.

Die **Produktionslieferkette** soll besser integriert werden, was durch den Ausbau interner Kapazitäten oder durch strategische Akquisitionen weiter umgesetzt werden könnte. Auch der – wie bereits angekündigt – Personalabbau wird sich hier auswirken, was zunächst recht deutlich zu spüren sein wird.

Die Verwaltungskosten dürften insbesondere im Geschäftsjahr 27 steigen, sofern die vom Vorstand geplanten organisatorischen, rechtlichen und kapitalmarktbezogenen Initiativen – Kernpunkte hierfür sind **eine Vollnotierung an der Nasdaq**, eine Umfirmierung sowie die Verlegung des Unternehmenssitzes in die USA – umgesetzt werden.

Mit der Markteinführung der drei rezeptfreien Produkte aus der Sonnenschutz- und Hautpflegeserie „PROTECT“ erwarten wir bis zum Ende des Berichtszeitraums einen **überdurchschnittlichen Anstieg** der Position „Kommunikation und Marketing“ in der Gewinn- und Verlustrechnung. **Der weitere Ausbau des Netzwerks von Behandlungszentren in den USA und Kanada dürfte sich bereits im Geschäftsjahr 27 in dieser Position niederschlagen.**





CLINUVEL - Umsatzprognose nach Indikation				in Mio. AU\$; letzte Spalte: Summe 2027e-2030e			
	2025	2026	2027e	2028e	2029e	2030e	27e-30e
Umsatz (ungewichtet)							
Gesamt	95,0	94,0	96,3	109,0	142,1	211,6	559,0
SCENESSE® EPP (Erwachsene)	95,0	94,0	93,8	98,5	106,9	118,8	418,0
SCENESSE® EPP (Jugendliche)	0,0	0,0	0,1	0,3	1,5	2,5	4,3
SCENESSE® XP	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
SCENESSE® VP	0,0	0,0	0,0	0,5	4,5	9,0	14,0
SCENESSE® Vitiligo	0,0	0,0	0,0	0,0	10,7	53,4	64,0
NEURACTHEL® ACTH-Generikum (MS u. a.)	0,0	0,0	2,3	7,8	15,6	23,4	49,1
PRÉNUMBRA® Schlaganfall (AIS)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
PhotoCosmetics	0,0	0,0	0,2	2,0	2,9	4,5	9,6
Risikogewichteter Umsatz							
Gesamt	95,0	94,0	85,6	87,8	103,0	136,8	413,3
SCENESSE® EPP (Erwachsene)	95,0	94,0	83,4	79,7	78,6	79,5	321,2
SCENESSE® EPP (Jugendliche)	0,0	0,0	0,0	0,2	1,1	1,6	2,9
SCENESSE® XP	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
SCENESSE® VP	0,0	0,0	0,0	0,3	3,1	5,5	8,9
SCENESSE® Vitiligo	0,0	0,0	0,0	0,0	7,4	33,0	40,4
NEURACTHEL® ACTH-Generikum (MS u. a.)	0,0	0,0	2,0	6,1	10,8	14,5	33,4
PRÉNUMBRA® Schlaganfall (AIS)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
PhotoCosmetics	0,0	0,0	0,1	1,6	2,0	2,8	6,6
Zulassungswahrscheinlichkeit (Tufts/DiMasi)							
Phase I	13%						
Phase II	21%						
Phase III	61%						
Zulassungsantrag eingereicht	90%						

Wahrscheinlichkeit, dass ein klinischer Kandidat aus der jeweiligen Phase zugelassen wird

Quelle: Unternehmensangaben; PCR-Schätzungen (Stand: 13.10.2026)

CLINUVEL-Diagramm – Umsatz

In unserer Modellierung bleibt der Ertragsteuersatz während der detaillierten Planungsphase stabil bei etwa 32 % des EBT. Die Kennzahl **EPS wird zwischen dem Geschäftsjahr 2027 und dem Geschäftsjahr 2028 entsprechend dem Jahresüberschuss steigen**, da wir **keine wesentlichen Kapitalerhöhungen** erwarten.



DCF-Modell

Unsere EAT-Analyse berücksichtigt das organische Wachstum (ohne Akquisitionen). Wir erwarten, dass sich das Wachstum im Geschäftsjahr 2027 und im Geschäftsjahr 2028 (im Vergleich zum Geschäftsjahr 2026) wieder beschleunigen wird (siehe oben).

Nach der detaillierten Planungsphase (bis einschließlich Geschäftsjahr 2028) sinkt die erwartete Wachstumsrate in der DCF-Berechnung auf **11 % pro Jahr, was angesichts der Pläne des Unternehmens wahrscheinlich eine konservative Annahme ist**. Den Endwert haben wir unter Zugrundelegung einer ewigen Wachstumsrate von 1 % berechnet, was ebenfalls konservativ ist. Der im DCF verwendete Steuersatz beträgt ca. 32 % und basiert auf der historischen Entwicklung des Unternehmens (+ Risikoprämie). Daraus ergibt sich ein gerundeter **gewichteter Durchschnittskapitalkostensatz (WACC) von ca. 8,55 %** als Grundlage für den Diskontierungsfaktor.

Unter Anwendung der beschriebenen Methode ergibt die DCF-Bewertung einen Unternehmenswert von **14,79 AU\$ (zuvor: 23,94 AU\$ pro Aktie)**.

CLINUVEL Pharmaceuticals Ltd. - DCF-Modell										in Mio. AU\$
	2026	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e
	Phase I: Detailplanung			Phase II: Expansion					Phase III	
Ergebnis nach Steuern	33,91	29,97	30,84	34,20	38,31	42,90	48,05	53,82	60,28	67,51
Abzinsungszeitraum (Jahre)	-0,27	0,73	1,73	2,73	3,73	4,73	5,73	6,73	7,73	7,74
Wachstumsadj. Umlaufrendite	2,63%	2,63%	2,63%	2,63%	2,63%	2,63%	2,63%	2,63%	2,63%	2,63%
Unternehmensspez. Risikoaufschlag	5,93%	5,93%	5,93%	5,93%	5,93%	5,93%	5,93%	5,93%	5,93%	5,93%
EAT-Wachstum stabile Phase										1,00%
Diskontierungszins		8,55%	8,55%	8,55%	8,55%	8,55%	8,55%	8,55%	8,55%	7,55%
Barwertfaktor		0,94	0,87	0,80	0,74	0,68	0,62	0,58	0,53	7,536
Barwert	33,91	28,23	26,77	27,34	28,21	29,11	30,03	30,98	31,97	508,76

Unternehmenswert (in Mio. AU\$)		Bewertung je Aktie	
Phase I (2026 - 2028e)	88,91	Fairer Wert je Aktie (AU\$)	14,79
Phase II (2029e - 2034e)	177,64	Aktueller Kurs (AU\$)	7,77
Phase III (Endwert ab 2035e)	508,76	Kurspotenzial	90,36%
Unternehmenswert gesamt	741,40	Aktueller Marktwert (in Mio. AU\$)	391,82
Ergebnis-CAGR Phase II	12,0%	Diskontierungszins (WACC)	8,55%

Gewichtung (85% : 15%; DCF : EV/EBIT)		Wert je Aktie (AU\$)	Gewicht	Beitrag (AU\$)
DCF		14,79	85%	12,57
EV/EBIT (GJ 2027e)		12,08	15%	1,81
Fairer Wert (gewichtet)				14,38

Quelle: Unternehmensangaben; PCR (Stand: 13.10.2026)

CLINUVEL-Chart – DCF-Modell

CUVL an der Nasdaq – Überlegungen zu einer vollständigen Notierung in den USA und einer Dekotierung von der ASX

Neben den behördlichen Genehmigungen in Europa betrachten wir eine **vollständige Notierung an der Nasdaq als nächsten Wachstumskatalysator**. Kurzfristig rechnen wir jedoch mit einer gewissen Unsicherheit unter den Aktionären.

Laut eigener Mitteilung (CN 27.08.26) erwägt der Vorstand eine Änderung der Unternehmensholdingstruktur von CLINUVEL, strebt eine Notierung der Stammaktien am Nasdaq Stock





Market („Nasdaq“) an und plant die Dekotierung von der **ASX und der Frankfurter Wertpapierbörse (FWB)**.

Der Prozess unterliegt einer laufenden Due-Diligence-Prüfung und der endgültigen Zustimmung des Vorstands. Die Transaktion würde im Wege eines „**Scheme of Arrangement**“ gemäß Teil 5.1 des Corporations Act 2001 (Cth) durchgeführt, das **der Zustimmung der Aktionäre (auf der Hauptversammlung)** bedürfte. Im Rahmen der Transaktion würde eine ausländische Holdinggesellschaft („New HoldCo“) zur neuen Muttergesellschaft der CLINUVEL-Gruppe werden. Die derzeitigen Aktionäre von CLINUVEL würden Stammaktien der New HoldCo erhalten, die einen wirtschaftlichen Anteil entsprechen, der proportional zu ihrer bestehenden Beteiligung an CLINUVEL ist (vorbehaltlich der Rundung von Bruchteilsansprüchen). Die New HoldCo würde eine Notierung an der Nasdaq (Global Select Market) anstreben.

Biotech-Aktien gehören zu den Anlagen mit den höchsten Anlagerisiken. Dies gilt insbesondere für junge Start-ups, die in der Regel über mehrere Jahre hinweg Kapital benötigen, aber noch kein marktreifes Produkt vorweisen können. **CLINUVEL hingegen ist seit zehn Jahren profitabel**, hat keine Schulden und verfügt über einen freien Cashflow von 252 Millionen AU\$ (Marktkapitalisierung von etwa 390 Millionen AU\$); **unserer Ansicht nach steht das Unternehmen kurz vor einem Wachstumsschub**. Kurz gesagt handelt es sich um ein Geschäftsmodell mit einem äußerst attraktiven Risiko-Ertrags-Verhältnis, wie die Geschichte vieler Indexschwergewichte im **Nasdaq Biotechnology™-Index** deutlich zeigt. **Zu diesen Schwergewichten zählen bekannte Namen wie Amgen, Gilead Sciences, Regeneron Pharma und Vertex Pharmaceutical** – allesamt führende Arzneimittelentwickler, die die Aufmerksamkeit der Anleger stark auf den Biotech-Sektor lenken. Die Gesamtmarktkapitalisierung **des Nasdaq Biotechnology™-Index (NBI)** mit seinen mehr als 250 im Index enthaltenen Unternehmen beläuft sich derzeit auf **rund 1.220 Milliarden US-Dollar**.

Dieser wohlüberlegte Schritt spiegelt die wachsende Bedeutung **der US-Aktionärsbasis von CLINUVEL** wider. Die Sichtbarkeit von CLINUVEL in den USA, der Marktzugang sowie das **Engagement wichtiger institutioneller Anleger werden durch die Vollnotierung weiter gestärkt**.

Während im Jahr 2019 laut Geschäftsbericht für das Geschäftsjahr 2025 weniger als 20 % **der Aktien von institutionellen Anlegern** gehalten wurden, war dieser Anteil auf etwa **34 %** gestiegen. CUV hat zu etwa 70 % ausländische Investoren, wobei etwa 30 % aus Australien stammen. Die Heimatbörse ist die Australian Securities Exchange (ASX), an der die CLINUVEL-Aktie unter anderem im **S&P/ASX 300 und im ASX All Ordinaries (498 Aktien)** notiert ist; seine Marktkapitalisierung liegt deutlich unter der von unprofitablen, in den USA notierten Biotech-Unternehmen. Das größte Unternehmen im Index mit einer Marktkapitalisierung von etwas mehr als 84 Mrd. AU\$ ist der Plasma- und Impfstoffhersteller **CSL Limited**. Unserer Ansicht nach spielen **Entwickler von Therapeutika** und Biotech-Unternehmen in diesem Index keine herausragende Rolle. Angesichts der begrenzten wirtschaftlichen und kapitalmarktbezogenen Bedeutung des Pharma- und Biotech-Segments im ASX-Index erwägt der Vorstand eine vollständige Notierung an der Nasdaq und die Abmeldung von der ASX, um den Zugang zu Investoren und die Bewertung am weltweit größten Aktienmarkt zu verbessern.





BEWERTUNG

Zusammenfassung der Bewertung

Die positiven Fortschritte veranlassten uns bereits im Mai dazu, unternehmensspezifischen Faktoren im Bewertungsmix ein höheres Gewicht beizumessen (**neu: 85:15 %**; alt: 75:25 %).

Unserer Ansicht nach haben **sich** die **regulatorischen Aussichten** für die wegweisende Phase-III-Studie CUV 107 zu Vitiligo in der EU **deutlich verbessert**, wenn man sie unter Berücksichtigung aller verfügbaren Erkenntnisse („Total Evidence“) bewertet.

Wir **neigen daher dazu**, die Wahrscheinlichkeit einer **EMA-Zulassung (in der zweiten Jahreshälfte 2026: erste Daten aus der Phase-III-Studie CUV105 im Dezember 2026; Beginn der Phase-III-Studie CUV107 im November 2026) als höher einzuschätzen, auch wenn dies mehr Zeit in Anspruch nehmen wird.**

Der Markt konzentriert sich in erster Linie auf das **Risiko-Ertrags-Profil der geplanten Zulassung** (~Kalenderjahr 2029) **von SCENESSE® zur Behandlung von Vitiligo** als größtem potenziellen Wachstumstreiber.

Unter Berücksichtigung der aktualisierten Entwicklungspläne und Schätzungen hat sich das Risiko-Ertrags-Verhältnis verschlechtert. Wir setzen das Kursziel derzeit auf **14,50 AU\$** fest (zuvor: 25,00 AU\$), was weiterhin deutlich über dem aktuellen Aktienkurs liegt.

Wir bekräftigen unsere Kaufempfehlung für die Aktien von CLINUVEL Pharmaceuticals Ltd.



FINANZIELLE KENNZAHLEN

GuV (in AU\$m)	2025	2026	2027e	2028e	2029e
Umsatzerlöse	95,018	94,024	85,620	87,840	103,021
Gesamtkosten der Umsatzerlöse	-14,813	-15,814	-12,240	-12,558	-15,464
Rohergebnis	80,204	78,211	73,380	75,282	87,557
F&E	-20,701	-18,091	-18,451	-19,876	-24,476
Verwaltungskosten	-9,348	-11,172	-14,208	-13,306	-14,045
Kommunikation/Marketing	-8,885	-8,416	-7,280	-7,842	-10,118
EBIT	41,270	40,532	33,441	34,258	38,918
Finanzergebnis	10,258	6,483	10,625	11,090	11,373
A.o. Ertrag/Aufwand vor Steuern	0,024	0,645	0,000	0,000	0,000
Vorsteuerergebnis	51,553	47,660	44,065	45,348	50,291
Steuern	-15,380	-13,743	-14,099	-14,509	-16,091
Jahresüberschuß vor Anteile Dritter	36,173	33,917	29,967	30,839	34,200
Anteile Dritter	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Jahresüberschuß	36,173	33,917	29,967	30,839	34,200
Bereinigungen	-0,024	-0,645	0,000	0,000	0,000
Bereinigter Jahresüberschuß	36,148	33,272	29,967	30,839	34,200
Anzahl Aktien	50,120	50,120	50,120	50,120	50,120
Anzahl Aktien (verwässert)	50,120	50,120	50,120	50,120	50,120
EPS	0,722	0,677	0,598	0,615	0,682
EPS, bereinigt	0,72	0,66	0,60	0,62	0,68
EPS, verwässert	0,72	0,68	0,60	0,62	0,68
EPS, verwässert und bereinigt	0,72	0,66	0,60	0,62	0,68
DPS	0,05	0,05	0,05	0,05	0,06
<i>Quelle: Unternehmen (Historie)/PCR (Schätzungen)</i>					

Kapitalflussrechnung (in AU\$m)	2025	2026	2027e	2028e	2029e
Mittelfluss aus operativer Geschäftstätigkeit	41,10	36,91	33,00	31,74	32,40
Mittelfluss aus Investitionstätigkeit	-0,299	-1,603	-1,459	-1,459	-1,459
Mittelfluss aus der Finanzierungstätigkeit	-50,356	-40,273	-2,506	-2,257	-2,323
Veränderung der Zahlungsmittel	-9,559	-4,966	29,038	28,026	28,615
Flüssige Mittel am Ende der Periode	28,021	21,392	50,430	78,456	107,071
<i>Quelle: Unternehmen (Historie)/PCR (Schätzungen)</i>					





Bilanz (in AU\$m)	2025	2026	2027e	2028e	2029e
Anlagevermögen	203,397	240,094	240,402	240,459	240,316
Imm. Vermögenswerte	0,591	2,138	2,138	2,138	2,138
Sachanlagen	6,721	7,293	7,600	7,657	7,515
Finanzanlagen	196,085	230,664	230,664	230,664	230,664
Umlaufvermögen	66,884	53,967	80,294	109,036	142,549
Vorräte	8,821	6,881	6,266	6,429	7,540
Forderungen aus LuL	27,461	23,454	21,357	21,911	25,698
Sonstige Forderungen	2,581	2,240	2,240	2,240	2,240
Kasse und Wertpapiere	28,021	21,392	50,430	78,456	107,071
Sonstiges Aktiva	1,469	1,030	1,030	1,030	1,030
Summe Aktiva	271,750	295,091	321,725	350,525	383,895
Eigenkapital	240,809	272,881	300,342	328,923	360,801
Rücklagen	240,809	272,881	300,342	328,923	360,801
Anteile Dritter	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Rückstellungen	2,501	3,123	3,123	3,123	3,123
Verbindlichkeiten	25,020	17,899	17,072	17,291	18,783
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,529	1,938	1,938	1,938	1,938
Verbindlichkeiten aus LuL	9,945	9,246	8,419	8,638	10,131
Sonstige nichtzinstragende Verbindlichkeiten	14,547	6,714	6,714	6,714	6,714
Sonst. Verbindlichkeiten	3,420	1,188	1,188	1,188	1,188
Summe Passiva	271,750	295,091	321,725	350,525	383,895

Quelle: Unternehmen (Historie)/PCR (Schätzungen)





Kennzahlen	2025	2026	2027e	2028e	2029e
Bewertungskennzahlen					
EV/Umsatz	6,57	5,12	4,31	4,20	3,58
EV/EBITDA	14,69	11,60	10,66	10,34	9,10
EV/EBIT	15,12	11,89	11,03	10,77	9,48
KGV bereinigt	18,02	15,06	13,00	12,63	11,39
Preis/Buchwert	2,706	1,837	1,297	1,184	1,079
Rentabilitätskennzahlen in %					
Bruttomarge	84,4%	83,2%	85,7%	85,7%	85,0%
EBITDA-Marge	44,7%	44,2%	40,4%	40,6%	39,3%
EBIT-Marge	43,4%	43,1%	39,1%	39,0%	37,8%
Vorsteuer marge	54,3%	50,7%	51,5%	51,6%	48,8%
Nettomarge	38,1%	36,1%	35,0%	35,1%	33,2%
ROE	30,0%	13,0%	10,5%	9,8%	9,9%
Produktivitätskennzahlen					
Umsatz/Mitarbeiter (in T€)	819	940	1.007	945	1.010
Nettoerg./Mitarbeiter (in T€)	312	333	353	332	335
Anzahl Mitarbeiter	116	100	85	93	102
Finanzkennzahlen					
Eigenkapitalquote	88,6%	92,5%	93,4%	93,8%	94,0%
Dividendenrendite	0,4%	0,5%	0,6%	0,6%	0,7%
Sonstige Kennzahlen					
Working capital/Umsatz (in %)	27,7%	22,4%	22,4%	22,4%	22,4%
Steuerrate (in %)	29,8%	28,8%	32,0%	32,0%	32,0%
<i>Quelle: PCR</i>					



HAFTUNGSAUSSCHLUSS

RECHTLICHER HINWEIS

Dieser Research-Bericht ("Anlageempfehlung") wurde von Parmantier & Cie. Research unter Mitwirkung von Herrn Thomas Schiessle und Herrn Daniel Grossjohann erstellt. Er ist ausschließlich für den Empfänger bestimmt und darf ohne vorherige schriftliche Zustimmung nicht an andere Unternehmen weitergegeben werden, auch wenn diese zur gleichen Unternehmensgruppe gehören. Der Bericht enthält ausgewählte Informationen und erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit. Die Anlageempfehlung basiert auf öffentlich zugänglichen Informationen ("Informationen"), von denen angenommen wird, dass sie richtig und vollständig sind. Parmantier & Cie. Research prüft oder garantiert jedoch nicht die Richtigkeit oder Vollständigkeit dieser Informationen. Mögliche Fehler oder Auslassungen führen nicht zu einer Haftung von Parmantier & Cie. Research, die keine Haftung für direkte, indirekte oder Folgeschäden übernimmt.

Insbesondere übernimmt Parmantier & Cie. Research keine Verantwortung für die Richtigkeit von Aussagen, Prognosen oder sonstigen Inhalten in dieser Anlageempfehlung, die sich auf die analysierten Unternehmen, deren Tochtergesellschaften, Strategien, wirtschaftliche Rahmenbedingungen, Markt- und Wettbewerbspositionen, regulatorische Rahmenbedingungen und ähnliche Faktoren beziehen. Obwohl bei der Erstellung dieses Berichts mit Sorgfalt vorgegangen wurde, können Fehler oder Auslassungen nicht ausgeschlossen werden. Parmantier & Cie. Research, einschließlich ihrer Aktionäre und Mitarbeiter, übernimmt keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Schätzungen oder Schlussfolgerungen, die aus den in dieser Anlageempfehlung enthaltenen Informationen abgeleitet werden.

Soweit diese Anlageempfehlung im Rahmen eines bestehenden Vertragsverhältnisses (z.B. Finanzberatung) abgegeben wird, ist die Haftung von Parmantier & Cie. Research auf Fälle von grober Fahrlässigkeit oder Vorsatz beschränkt. Im Falle der Verletzung wesentlicher Pflichten ist die Haftung auf einfache Fahrlässigkeit, in jedem Fall aber auf den vorhersehbaren und typischen Schaden begrenzt. Diese Anlageempfehlung stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren dar.

Partner, Direktoren oder Mitarbeiter von Parmantier & Cie. Research oder ihrer Tochtergesellschaften können verantwortungsvolle Positionen, wie z.B. Verwaltungsratsmandate, in den in diesem Bericht genannten Unternehmen innehaben. Die in dieser Anlageempfehlung zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich ohne Vorankündigung ändern und spiegeln die persönlichen Ansichten des/der Research-Analysten wider. Sofern nicht anders angegeben, steht kein Teil der Vergütung des Research-Analysten in direktem oder indirektem Zusammenhang mit den in diesem Bericht enthaltenen Empfehlungen oder Meinungen. Alle Rechte vorbehalten.

Hinweis auf die Veröffentlichungshistorie (gemäß § 4 Abs. 4 Nr. 4 FinAnV):

Dieser Bericht ist die erste Veröffentlichung unter dem neuen Firmennamen Parmantier & Cie. Research, die zuvor unter dem Namen Frankfurt Main Research firmierte. Alle bisherigen Research-Berichte, die unter Frankfurt Main Research veröffentlicht wurden, behalten ihre Gültigkeit und können als Teil der laufenden Publikationshistorie betrachtet werden. Die Umfirmierung hat keinerlei Einfluss auf die Qualität und Kontinuität der von uns erstellten Analysen und Berichte.



Unternehmen	Analysten	Datum Empfehlung / Kursziel	
CLINUVEL Pharmaceuticals Ltd	T. Schiessle; D. Grossjohann	7. März 2025	Kaufen/22,00 AU\$
CLINUVEL Pharmaceuticals Ltd	T. Schiessle; D. Grossjohann	26. Juni 2025	Kaufen/22,00 AU\$
CLINUVEL Pharmaceuticals Ltd	T. Schiessle; D. Grossjohann	30. September 2025	Kaufen/26,50 AU\$
CLINUVEL Pharmaceuticals Ltd	T. Schiessle; D. Grossjohann	25. März 2026	Kaufen/24,00 AU\$
CLINUVEL Pharmaceuticals Ltd	T. Schiessle; D. Grossjohann	27. Mai 2026	Kaufen/25,00 AU\$
CLINUVEL Pharmaceuticals	T. Schiessle; D. Grossjohann	14. Oktober 2026	Kaufen/14,50 AU\$

URHEBERRECHTSHINWEIS

Dieses Werk, einschließlich aller seiner Teile, ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung unzulässig und kann strafrechtliche Folgen nach sich ziehen. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen, auch auszugsweise.

OFFENLEGUNG NACH § 85 WPHG, MAR UND MIFID II EINSCHLIESSLICH DELEGIERTER VERORDNUNG (EU) 2016/958 UND (EU) 2017/565

Die Bewertung des analysierten Unternehmens, die der Anlageempfehlung zugrunde liegt, basiert auf allgemein anerkannten Methoden der Fundamentalanalyse, wie z.B. DCF-Modellen, Free-Cash-Flow-Wertpotenzial, NAV, Peer-Group-Vergleichen oder Sum-of-the-Parts-Modellen (siehe auch <http://www.parmantiercie.com/disclaimer>). Die Ergebnisse dieser Bewertung werden auf der Grundlage der Einschätzung des Analysten über die erwartete Anlegerstimmung und deren mögliche Auswirkungen auf den Aktienkurs angepasst.

Unabhängig von den verwendeten Bewertungsmethoden besteht das Risiko, dass das Kursziel aufgrund unvorhergesehener Faktoren wie Veränderungen der Nachfrage, des Managements, der Technologie, der wirtschaftlichen Bedingungen, der Zinssätze, der Betriebs- und Materialkosten, des Wettbewerbsdrucks, der aufsichtsrechtlichen Bedingungen, der Wechselkurse, der Steuerpolitik und anderer nicht erreicht wird. Investitionen in ausländische Märkte und Instrumente können zusätzlichen Risiken unterliegen, die sich im Allgemeinen aus Wechselkursschwankungen oder politischen und sozialen Veränderungen ergeben.

Dieser Kommentar gibt die Meinung des Autors zum Zeitpunkt der Erstellung wieder. Eine Änderung der zugrundeliegenden Fundamentaldaten kann dazu führen, dass die Bewertung unzutreffend wird. Es besteht keine Verpflichtung, diesen Kommentar innerhalb eines bestimmten Zeitrahmens zu aktualisieren.

Es wurden interne und organisatorische Maßnahmen getroffen, um Interessenkonflikte zu vermeiden oder abzuschwächen. Diese Maßnahmen stellen sicher, dass der Austausch von Informationen, die zu Interessenkonflikten für Parmantier & Cie. Research in Bezug auf die analysierten Emittenten oder deren Finanzinstrumente führen könnten, vermieden werden.





Die Analysten von Parmantier & Cie. Research erhalten weder direkt noch indirekt eine Vergütung aus den Investmentbanking-Aktivitäten von Parmantier & Cie. Research oder einem Unternehmen der Parmantier & Cie.-Gruppe.

Alle in dieser Anlageempfehlung genannten Preise für Finanzinstrumente beziehen sich auf die Schlusskurse des letzten Handelstages vor dem Veröffentlichungsdatum, sofern nicht anders angegeben. Parmantier & Cie. Research unterliegt der Aufsicht durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

QUELLEN

Alle Daten und Konsensschätzungen stammen, sofern nicht anders angegeben, von externen Anbietern von Aktienkursinformationen. Parmantier & Cie. Research übernimmt keine Haftung für die Richtigkeit dieser Informationen.

FORSCHUNG

Zusätzliche Informationen für US-Kunden

Dieser Forschungsbericht ("Bericht") ist ein Produkt von Parmantier & Cie. Forschung. Die für den Bericht verantwortlichen Research-Analysten sind Mitarbeiter von Parmantier & Cie. Research oder arbeiten mit externen, unabhängigen Forschungsunternehmen zusammen. Die Analysten befinden sich außerhalb der Vereinigten Staaten und sind nicht mit einem in den USA regulierten Broker-Dealer verbunden und unterliegen daher nicht der Aufsicht eines in den USA regulierten Broker-Dealers.

Dieser Bericht wird in den Vereinigten Staaten ausschließlich an "Major U.S. Institutional Investors" gemäß Rule 15a-6 des U.S. Securities Exchange Act von 1934 durch CIC verteilt. Personen, die nicht zu den "Major U.S. Institutional Investors" gehören, sollten sich nicht auf diese Mitteilung verlassen. Die Verteilung dieses Berichts in den Vereinigten Staaten stellt keine Billigung einer in diesem Bericht geäußerten Meinung oder eine Empfehlung zum Abschluss einer Transaktion mit den besprochenen Wertpapieren dar.

Parmantier & Cie. Research hält Investitionen in börsennotierte und nicht börsennotierte Unternehmen, einschließlich potenzieller Long-Positionen in den in diesem Bericht analysierten Aktien.

INTERESSENKONFLIKTE UND OFFENLEGUNG

Dieser Forschungsbericht wurde von Parmantier & Cie. research erstellt. Die in diesem Bericht geäußerten Meinungen und Empfehlungen beruhen auf öffentlich zugänglichen Informationen sowie auf internen Analysen und Bewertungen. Es ist jedoch wichtig zu beachten, dass Parmantier & Cie. Research, ihre verbundenen Unternehmen, Direktoren, Mitarbeiter oder andere Personen, die an der Erstellung oder Verbreitung dieses Berichts beteiligt sind, Interessenkonflikte haben können.

1. **Besitz von Wertpapieren:** Parmantier & Cie. Research und/oder ihre verbundenen Unternehmen und Mitarbeiter können zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dieses Berichts Positionen in den in diesem Bericht genannten Wertpapieren halten.
2. **Aktivität auf dem Markt:** Parmantier & Cie. Research und/oder mit ihr verbundene Unternehmen können in den letzten 12 Monaten als Market Maker für die in diesem Bericht genannten Wertpapiere tätig gewesen sein.





3. **Beziehungen zu Unternehmen:** Parmantier & Cie. Research hat möglicherweise in den letzten 12 Monaten Investmentbanking-, Emissions- oder andere Dienstleistungen für die in diesem Bericht genannten Unternehmen erbracht oder erbringt diese derzeit.
4. **Entschädigung:** Die Vergütung von Analysten und anderen Mitarbeitern von Parmantier & Cie. Research kann direkt oder indirekt mit den Handelsgewinnen, dem Investmentbanking oder anderen Geschäftsaktivitäten von Parmantier & Cie. Forschung.
5. **Engagements von Analysten:** Der Analyst oder die Analysten, die diesen Bericht erstellt haben, können persönliche Beziehungen zu den in diesem Bericht analysierten Unternehmen haben.
6. **Unabhängigkeit:** Die in diesem Bericht zum Ausdruck gebrachten Meinungen spiegeln die Ansichten der Research-Analysten von Parmantier & Cie. wider, die unabhängig von den Interessen von Parmantier & Cie. Forschung. Die Analysten erhalten keine Vergütung, die direkt mit den spezifischen Empfehlungen oder Ansichten in diesem Bericht verbunden ist.

Dieser Bericht wurde am 14. Oktober 2026 veröffentlicht. Der im Bericht angegebene Schlusskurs basiert auf ASX-Daten vom 13. Oktober 2026.

Hinweis: Dieser Bericht wurde sowohl in deutscher als auch in englischer Sprache verfasst. Im Falle von Unstimmigkeiten oder unterschiedlichen Auslegungen zwischen den beiden Fassungen ist die englische Fassung maßgebend und gilt als maßgeblich.

