

# Aktieninfo Novo Nordisk: Talsohle bald erreicht?

**Empfehlung:**  **Kauf**

**Kursziel:** **DKK440,00**

Auf Sicht 12 Monate

**Kurs:** **DKK314,45**

\* Kurs vom 01.12.2025, 23:59 MEZ

Sektor: Gesundheitswesen

2025 war kein berauschendes Jahr für den dänischen Pharmakonzern. Die Aktie wurde so weit abgestraft, dass wir nun allerdings wieder Aufwärtspotenzial sehen. Im wachsenden Obesity-Markt wird Novo Nordisk ein relevanter Player bleiben. KAUF.

**Aktieninfo:  
Novo Nordisk**

Empfehlung, Kursziel **1**

Sektoreinschätzung **2**

Einschätzung - Novo Nordisk **2**

FAZIT **3**

Stärken/Schwächen **4**

ESG-Klassifizierung **5**

Disclaimer **6**

Analyst **11**



Das dänische Unternehmen Novo Nordisk ist stark vertreten bei Medikamenten zur Behandlung von Diabetes. Weitere Tätigkeitsfelder sind Hämophilie, Obesity-Care, Wachstumshormone sowie Hormonersatztherapien.

## Finanzkennzahlen (in DKK)

	2024	Δ ggü. Vj.	2025e	Δ ggü. Vj.	2026e	Δ ggü. Vj.
Umsatz in Mio.	290.403	25,0 %	310.032	6,8 %	316.334	2,0 %
EBITDA-Marge	50,8 %		48,5 %		48,4 %	
Gewinn je Aktie	22,63	21,5 %	23,48	3,7 %	23,92	1,9 %
Gewinn je Aktie bereinigt	22,63	21,5 %	23,60	4,3 %	23,70	0,4 %
Dividende je Aktie	11,40	21,3 %	11,44	0,4 %	11,38	-0,5 %
Dividendenrendite	3,6 %		3,6 %		3,6 %	
Kurs/Gewinn-Verhältnis	13,9		13,4		13,1	
Kurs/Buchwert-Verhältnis	9,7		7,3		5,6	
Kurs/Umsatz-Verhältnis	3,7		3,4		3,4	

Quelle: LSEG, RBI/Raiffeisen Research

## Novo Nordisk vs STOXX Europe 600



## Unternehmensdaten

Kurs* in DKK	DKK314,45
ISIN	DK0062498333
Hauptbörsse	SWX
Website	novonordisk.com
Marktkap. (DKK Mio.)	1.404.017
Umsatz (DKK Mio.)	290.403,00
Verschuldungsgrad	20,2
Anzahl der Mitarbeiter	76.302
Fiskaljahresende	31.12
Index	STOXX Europe 600

\* Kurs vom 01.12.2025, 23:59 MEZ

Quelle: LSEG, RBI/Raiffeisen Research

Quelle: LSEG, RBI/Raiffeisen Research

**Julian LINDINGER**

Analyst Editor

julian.lindinger@rbinternational.com

## Sektoreinschätzung

12-Monatsausblick Gesundheitswesen: **neutral**

+ Gesundheitsausgaben steigen weiter - langfristige Treiber wie Demografie und steigende Haushaltseinkommen stützen das Wachstum

- Zoll-Streitigkeiten drücken Sentiment, aber Auswirkungen sind überschaubar - Produktionsverlagerungen mindern Risiken

### Einschätzung - Novo Nordisk

- **Q3:** Im Vergleich zum Vorjahresquartal stieg der **Umsatz** währungsbereinigt um 11 % auf DKK 74,98 Mrd. und lag damit leicht unter den Konsensschätzungen von DKK 76,68 Mrd. Der **Gewinn je Aktie** reduzierte sich um 27 % auf DKK 4,50 und lag damit ebenfalls unter den Erwartungen von DKK 4,79. Außerdem wurde der **Ausblick** bereits zum dritten Mal dieses Jahr gesenkt. Novo Nordisk erwartet nun für das Gesamtjahr 2025 ein Wachstum des operativen Gewinns zwischen 4 % und 7 % (zuvor: 10 % bis 16 %). Beim Umsatzwachstum in lokalen Währungen rechnet man nun mit einer Spanne von 8 % bis 11 % (zuvor: 8 % bis 14 %).

o **Medicare-Preisverhandlungen:** Mit Ozempic, Wegovy und Rybelsus stehen gleich drei Novo Nordisk-Produkte auf der aktuellen Liste der Preisverhandlungen im Rahmen des **Inflation Reduction Acts**. Ab 2027 sollen ihre US-Medicare-Preise um rund 71 % gegenüber dem Listenpreis sinken, ein Abschlag, der weitgehend den Erwartungen entspricht. Da die tatsächlichen Nettopreise bereits heute deutlich unter den Listenpreisen liegen, dürften die finanziellen Auswirkungen überschaubar bleiben. Novo selbst betont, dass die neuen Preise – wären sie bereits 2025 gültig – nur einen negativen Effekt im niedrigen einstelligen Prozentbereich auf den globalen Umsatz hätten. Entsprechend sollte der unmittelbare Gegenwind begrenzt bleiben. Gleichzeitig könnte die Preisreduktion zu positiven Volumeneffekten führen, was den negativen Effekt auf den Umsatz weiter einschränken sollte.

- **Alzheimer-Studie:** In einer Phase-III-Studie wurde Semaglutid als mögliche Alzheimertherapie getestet, ein Gebiet mit wenigen verfügbaren Behandlungen und entsprechend großem Marktpotenzial. Die Studie zeigte jedoch **keinen relevanten Einfluss** auf das Fortschreiten der Erkrankung. Das Programm galt als Chance, Novo Nordisk breiter aufzustellen und die starke Abhängigkeit vom Obesity-Markt zu verringern. Die Erwartungen waren jedoch bereits im Vorfeld gedämpft. Novo Nordisk selbst bezeichnete den Versuch als „Lottoschein“.

+ **Wachstumsmarkt Obesity:** Der globale GLP-1-Markt wurde 2024 auf rund USD 52 Mrd. geschätzt. Bis 2032 soll er auf USD 187 Mrd. anwachsen. Die Durchdringung von GLP-1-Therapien sowohl bei Diabetes (nur 7 % der Diabetes-Erkrankungen werden mit GLP-1 behandelt) als auch bei Adipositas (weniger als 1 % der weltweit Betroffenen wird mit Markenmedikamenten behandelt) ist noch äußerst gering, was auf ein enormes unausgeschöpftes Patientenpotenzial hindeutet.

- **Konkurrenz:** Allerdings gilt Novo in diesem Wachstumsmarkt derzeit als klarer Verlierer und muss **Marktanteile** vor allem an Eli Lilly, welches mit Zepbound und Mounjaro derzeit die wirksameren Medikamente bereitstellt, abtreten. Auch abseits von Eli Lilly bleibt der Konkurrenzdruck groß. Zwar ist das sogenannte „**Compounding**“ für Apotheken seit Mai 2025 rechtlich nicht mehr zulässig, doch einige Anbieter mischen GLP-1-Präparate weiterhin über regulatorische Schlupflöcher. Diese Produkte bewegen sich in einer rechtlichen Grauzone, sind Ziel von FDA-Maßnahmen und Klagen (unter anderem durch Novo und Lilly), belasten aber nach wie vor die Umsatzdynamik von Ozempic und Wegovy. Zusätzlichen **Wettbewerbsdruck** erwarten wir mittelfristig von **Pfizer**. Der Konzern hat sich im Bieterwettstreit um Metsera gegen Novo Nordisk durchgesetzt und will nun im Obesity-

Markt mitmischen. Das Biotechnologieunternehmen Metsera ist auf Diabetes-Therapien spezialisiert und verfügt in frühen und mittleren Entwicklungsphasen über mehrere vielversprechende Wirkstoffkandidaten.

o **Pipeline:** Novo Nordisk setzt auf eine klinisch ausgewogene, eher **defensive Pipeline**, während Eli Lilly klar auf maximale Wirksamkeit zielt, verbunden mit höheren Verträglichkeitsrisiken. In Phase III-Studien konnte Novos **CagriSema** mit Eli Lillys Retatrutid durchaus mithalten. Es zeigte jedoch etwas weniger Wirksamkeit, allerdings bei einem vielversprechenderen Nebenwirkungsprofil. Novos eigentliche Langfristwette ist **Amycretin**, ein GLP-1/Amylin-Agonist, der in Phase II CagriSema- bis Retatrutid-Niveau erreicht, sich als Ein-Molekül-Wirkstoff aber einfacher entwickeln und formulieren lässt und sowohl als Spritze wie auch als Pille kommt. Im oralen Segment hat Novo außerdem mit seinem **Semaglutid** hinsichtlich der Wirksamkeit die Nase vorn. Lillys Orforglipron (Tablettenform) liegt aber nur knapp dahinter und punktet als kleines Molekül mit einfacher Herstellung und hoher Skalierbarkeit. Orales Semaglutid, CagriSema und Orforglipron erwarten wir zwischen 2026 und 2027, Retatrutid und Amycretin eher zwischen 2027 und 2029. Pipelineerfolge oder -rückschläge sind aus unserer Sicht in Zukunft der zentrale Kurstreiber. Positive Studiendaten oder Zulassungen könnten die Aktie somit deutlich beflügeln.

+ **Bewertung:** Die Aktie hat seit Jahresbeginn rund 50 % verloren und notiert damit im Vergleich zur Peergroup wie auch zur eigenen Historie mit klaren Bewertungsabschlägen. Dieser Discount ist zum Teil darauf zurückzuführen, dass die Wachstumserwartungen zuletzt deutlich nach unten revidiert wurden. Blickt man jedoch auf die mittelfristige Entwicklung, zeigt sich mit einer CAGR von 5,3 % beim Umsatz und 4,1 % beim Gewinn über die nächsten drei Jahre, dass das Unternehmen operativ gar nicht so weit hinter der Peergroup zurückliegt, wie es die aktuelle Bewertung nahelegt. Aus Bewertungssicht besteht daher durchaus **Aufholpotenzial**.

## FAZIT

---

In den vergangenen Monaten prasselten zahlreiche Negativschlagzeilen auf Novo Nordisk ein. Medicare-Preisverhandlungen, enttäuschende Studiendaten, zunehmender Wettbewerbsdruck und daraufhin gesenkte Wachstumsprognosen belasteten das Sentiment spürbar und drückten die Aktie weiter nach unten. Man sollte dabei aber das Wesentliche nicht aus den Augen verlieren: die Pipeline, die über die mittel- bis langfristige Entwicklung entscheidet. Und gerade hier steht Novo Nordisk besser da, als es die gegenwärtige Marktstimmung vermuten lässt. Zwar befinden sich die wichtigsten Zukunftsmedikamente noch vor zentralen Zulassungshürden, doch die jüngsten Studiendaten signalisieren, dass Novo im stark wachsenden Obesity-Markt weiterhin eine bedeutende Rolle spielen dürfte. Aus unserer Sicht wurde die Aktie zuletzt überproportional abgestraft. Wir rechnen im Laufe des Jahres 2026 mit einer Bodenbildung. Positive Studienergebnisse oder erste Zulassungen könnten anschließend als Katalysatoren wirken und den Kurs wieder deutlich beleben.

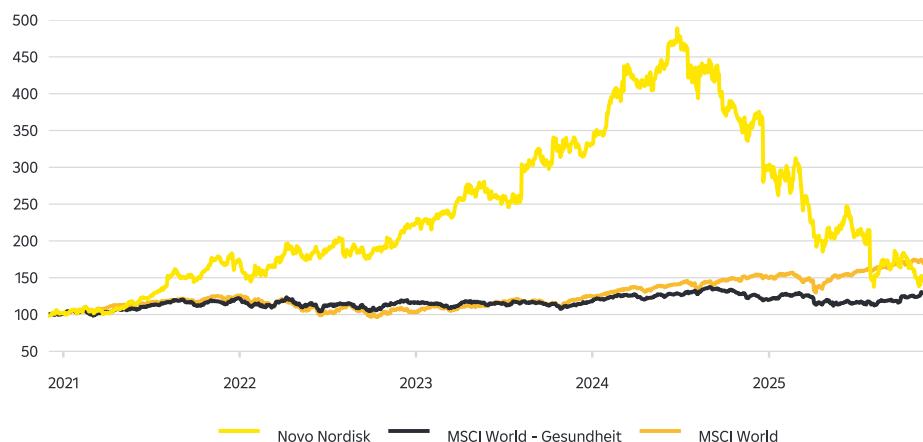
**Wir bleiben bei unserer KAUF-Empfehlung, senken jedoch das Kursziel von zuvor DKK 510,00 auf DKK 440,00.** Dieses basiert auf einem Multiples-Bewertungsmodell, das Novo Nordisk auf Basis diverser Preis- sowie EV-Multiples mit der eigenen Historie und der Peergroup vergleicht. Die zuletzt nach unten angepassten Wachstumsaussichten werden dabei durch einen entsprechenden Bewertungsabschlag reflektiert. Die Zahlen basieren auf Konsensschätzungen.

---

## Stärken/Schwächen

- + Zunahme an Diabetes-Erkrankungen und Adipositas durch demografische und wirtschaftliche Entwicklungen
- + Starke Positionierung als #2 im Wachstumsmarkt Obesity-Care
- + Auch im zukünftigen Wachstumsmarkt der oralen Obesity-Care Medikamente wird Novo ein relevanter Player sein
- Hoher Wettbewerbsdruck im Markt für Obesity-Care durch Konkurrenzunternehmen sowie "Compounding"

## Performanceübersicht



Rebasiert auf 100

Quelle: LSEG, RBL/Raiffeisen Research

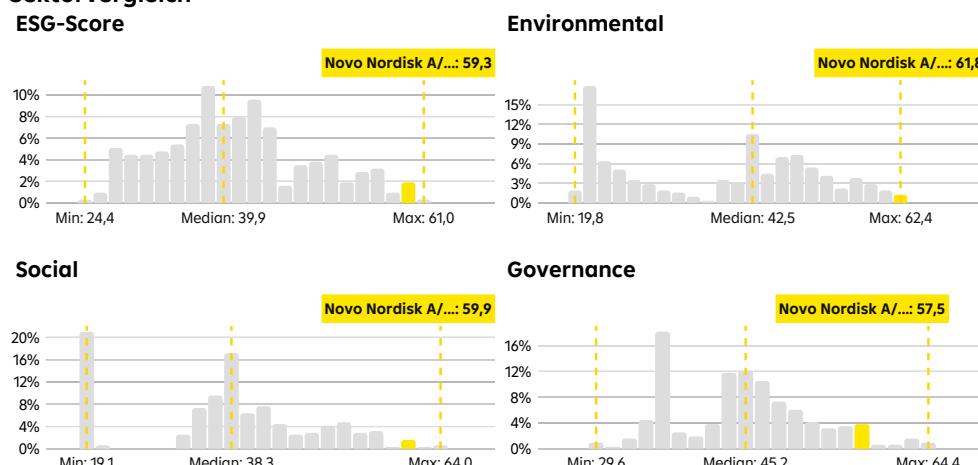
## ESG-Klassifizierung

Im Raiffeisen Research Aktienuniversum gilt ein Unternehmen als **ESG-konform**, welches einen Mindest-ESG-Gesamtscore von 50 und einen Mindestscore von 40 in allen Teilbereichen (Environmental, Social and Governance) aufweist. Zudem muss das Unternehmen zu den besten 30 % seines Sektors zählen. Zu guter Letzt darf ein Unternehmen nicht mehr als 5 % seiner Erträge mit den kontroversen Aktivitäten Atomkraft, konventionelle Öl- und Gasförderung, Rüstungsgüter einschließlich militärischer Waffen und Handfeuerwaffen bzw. geringe Umsätze in den verbleibenden Kategorien verdienen. Schwerwiegender Verstöße gegen die Initiative "OECD Principles of Corporate Governance" sowie leichte Verstöße gegen "UN Global Compact" stellen ebenfalls einen Ausschlussgrund dar.

Novo Nordisk schneidet mit einem **Gesamtscore** von **59** gut ab und überzeugt auch in allen **ESG-Teilscores**. Im Sektorenvergleich zählt das Unternehmen zu den **Top 10 %** und auch bei den kontroversen Aktivitäten gibt es keine Verletzungen. Daher gilt Novo Nordisk gemäß unseren Kriterien als ESG-konforme Aktie.

## Sektorvergleich

### ESG-Score



Die Charts zeigen den Gesamtscore und die Scores in den jeweiligen Teilkategorien Environmental, Social und Governance des Unternehmens (gelbe Box) sowie einen Vergleich zur Industrie. Die Höhe der Balken repräsentiert die Anzahl der vergleichbaren Unternehmen je Score. Das entsprechende Unternehmen befindet sich im gelben Balken. Der beste, schlechteste und Median-Wert werden durch die strichlierten Linien dargestellt.

Quelle: RBI/Raiffeisen Research

## Screening auf kontroverse Aktivitäten

Kategorie			
Atomenergie	Keine	Geächtete und kontroverse Waffen	Keine
Tabakproduktion	Keine	Atomwaffen	Keine
Konventionelle Öl- und Gasförderung	Keine	Handfeuerwaffen	Keine
Unkonventionelle Öl- und Gasförderung	Keine	Verstoß gegen UN Global Compact	Keine
Kohleförderung	Keine	Verstoß gegen OECD Principles of Corporate Governance	Keine
Rüstungsgüter einschl. militärischer Waffen	Keine		

Die Tabelle gibt Aufschluss über das Ausmaß der Beteiligung an bestimmten Geschäftsaktivitäten, die philosophischen oder moralischen Überzeugungen unterliegen.

Quelle: Moody's, RBI/Raiffeisen Research

## Folgende negative Auswirkungen auf Nachhaltigkeit (PAIs) werden berücksichtigt:



Treibhausgas-emissionen



Artenvielfalt (Biodiversität)



Abfallvermeidung



Wasserschutz und Wasserverbrauch



Soziale, arbeits- und menschenrechtliche Belange

Quelle: RBI/Raiffeisen Research

## Offenlegungen Raiffeisen Bank International AG

Novo Nordisk

7. Der zuständige Analyst oder eine sonstige an der Erstellung der Finanzanalyse mitwirkende natürliche Person oder eine sonstige natürliche Person von Raiffeisen Research besitzt Finanzinstrumente des von ihm analysierten Emittenten.

Pfizer:

7. Der zuständige Analyst oder eine sonstige an der Erstellung der Finanzanalyse mitwirkende natürliche Person oder eine sonstige natürliche Person von Raiffeisen Research besitzt Finanzinstrumente des von ihm analysierten Emittenten.

## Risikohinweise und Aufklärungen

### Warnhinweise

- Die Zahlenangaben zur Wertentwicklung beziehen sich auf die Vergangenheit. Die vergangene Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse und Entwicklungen eines Finanzinstruments, eines Finanzindexes oder einer Wertpapierdienstleistung. Dies gilt insbesondere, falls das Finanzinstrument, der Finanzindex oder die Wertpapierdienstleistung seit weniger als 12 Monaten angeboten wird. Insbesondere ist dann dieser besonders kurze Vergleichszeitraum kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse.
- Die Wertentwicklung eines Finanzinstruments, eines Finanzindexes oder einer Wertpapierdienstleistung wird durch Provisionen, Gebühren und andere Entgelte reduziert, die von den individuellen Umständen des Investors abhängen.
- Infolge von Währungsschwankungen kann das Veranlagungsergebnis eines Finanzinstruments sowie einer Finanz- oder Wertpapierdienstleistung steigen oder fallen.
- Prognosen zu zukünftigen Entwicklungen beruhen auf reinen Schätzungen und Annahmen. Die tatsächliche zukünftige Entwicklung kann von der Prognose abweichen. Prognosen sind daher kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse und Entwicklungen eines Finanzinstruments, eines Finanzindexes oder einer Wertpapierdienstleistung.

Diese Publikation ist ein kurzfristiger Marktkommentar, der eine Zusammenfassung zu Wirtschaftsdaten und Ereignissen unter anderem in Bezug auf Finanzinstrumente und deren Emittenten enthält, die weder begründet ist, noch eine substantielle Analyse enthält.

Die in dieser Publikation allfällig enthaltenen und als solche bezeichneten Informationen/Empfehlungen von Analysten aus Tochterbanken der RBI werden unter der Verantwortung der RBI unverändert weitergegeben.

Eine Darstellung der Konzepte und Methoden, die bei der Erstellung von Finanzanalysen angewendet werden, ist verfügbar unter: [www.raiffeisenresearch.com/public/concepts\\_methods](http://www.raiffeisenresearch.com/public/concepts_methods).

Detaillierte Information zur Sensitivitätsanalyse (Verfahren zur Prüfung der Stabilität der in Zusammenhang mit Finanzanalysen unter Umständen getätigten Annahmen) sind unter folgendem Link zu finden: [www.raiffeisenresearch.com/public/sensitivity\\_analysis](http://www.raiffeisenresearch.com/public/sensitivity_analysis).

Offenlegung von Umständen und Interessen, die die Objektivität der RBI gefährden könnten: [www.raiffeisenresearch.com/disclosuresobjectivity](http://www.raiffeisenresearch.com/disclosuresobjectivity).

Detaillierte Informationen zu Empfehlungen der dieser Publikation unmittelbar vorausgehenden 12 Monate zu Finanzinstrumenten und Emittenten (gem. Art. 4 (1) i) Delegierte Verordnung (EU) 2016/958 vom 9. März 2016) sind verfügbar unter: [www.raiffeisenresearch.com/web/rbi-research-portal/recommendation\\_history](http://www.raiffeisenresearch.com/web/rbi-research-portal/recommendation_history).

### Novo Nordisk Rating History as of 11/28/2025



### Pfizer Rating History as of 11/28/2025



#### Empfehlungen zu Finanzinstrumenten oder Emittenten mit Empfehlungshorizont 12 Monaten

Symbol	Datum	Empfehlung	Unternehmen
NOVOb.CO	02.12.2025	Buy	Novo Nordisk
NOVOb.CO	13.08.2025	Buy	Novo Nordisk
NOVOb.CO	20.03.2025	Buy	Novo Nordisk
NOVOb.CO	08.01.2025	Buy	Novo Nordisk

Verteilung aller Empfehlungen für die dem Erstellungsdatum der Publikation vorhergehenden 12 Monate (Spalte A) sowie die Verteilung der Empfehlungen, in deren Zusammenhang in den letzten 12 Monaten Wertpapierdienstleistungen gemäß Anhang I Abschnitte A (Wertpapierdienstleistungen und Anlagetätigkeiten) und B (Nebendienstleistungen) der Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates („Spezielle Dienstleistungen“) erbracht wurden (Spalte B).

#### Spalte A

Anlageempfehlung	Alle Empfehlungen aller Finanzinstrumente (vorhergehende 12 Monate)	Alle Empfehlungen aller Finanzinstrumente (vorhergehende 12 Monate)
Kauf -Empfehlungen	60.0%	62.1%
Halten -Empfehlungen	33.5%	30.5%
Verkaufs -Empfehlungen	6.5%	7.4%

Verteilung aller Empfehlungen für die dem Erstellungsdatum der Publikation vorhergehenden 12 Monate (Spalte A) sowie die Verteilung der Empfehlungen, in deren Zusammenhang in den letzten 12 Monaten Wertpapierdienstleistungen gemäß Anhang I Abschnitte A (Wertpapierdienstleistungen und Anlagetätigkeiten) und B (Nebendienstleistungen) der Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates („Spezielle Dienstleistungen“) erbracht wurden (Spalte B).

	<b>Spalte A</b>	<b>Spalte B</b>
Anlageempfehlung	Alle Empfehlungen aller Finanzinstrumente (vorhergehende 12 Monate)	Alle Empfehlungen aller Finanzinstrumente (vorhergehende 12 Monate)
Kauf -Empfehlungen	60.0%	62.1%
Halten -Empfehlungen	33.5%	30.5%
Verkaufs -Empfehlungen	6.5%	7.4%

## Disclaimer

Für die Erstellung dieser Publikation verantwortlich: Raiffeisen Bank International AG („RBI“)

Die RBI ist ein Kreditinstitut gemäß § 1 Bankwesengesetz (BWG) mit dem Firmensitz Am Stadtpark 9, 1030 Wien, Österreich.

Raiffeisen RESEARCH ist eine Organisationseinheit der RBI.

## Hinweis zu Geschlechterneutralität

In dieser Publikation verwenden wir zur besseren Lesbarkeit und Verständlichkeit geschlechtsspezifische Begriffe. Wo immer möglich, streben wir eine geschlechtsneutrale Formulierung an. Bitte beachten Sie, dass alle Bezeichnungen geschlechtsneutral zu verstehen sind und alle Geschlechter gleichermaßen einschließen.

Zuständige Aufsichtsbehörde: Als ein Kreditinstitut gemäß § 1 Bankwesengesetz (BWG) unterliegt die Raiffeisen Bank International AG („RBI“) der Aufsicht der Finanzmarktaufsicht (FMA) und der Österreichischen Nationalbank. Darüber hinaus unterliegt die RBI der behördlichen Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB), die diese innerhalb eines Einheitlichen Aufsichtsmechanismus (Single Supervisory Mechanism – SSM) wahrnimmt, der aus der EZB und den nationalen zuständigen Behörden besteht (Verordnung (EU) Nr. 1024/2013 des Rates – SSM-Verordnung). Verweise auf gesetzliche Normen beziehen sich auf solche der Republik Österreich, soweit nicht ausdrücklich anders angeführt.

Dieses Dokument dient zu Informationszwecken und darf nicht ohne Zustimmung der RBI vervielfältigt oder an andere Personen weiterverteilt werden. Dieses Dokument ist weder ein Angebot, noch eine Einladung zur Angebotsstellung, noch ein Prospekt im Sinn der Prospektverordnung (EU) 2017/1129 („EU-Prospektverordnung“) oder des Kapitalmarktgesetzes („KMG“) oder eines vergleichbaren ausländischen Gesetzes. Eine Anlageentscheidung hinsichtlich eines Finanzinstruments, eines Finanzproduktes oder einer Veranlagung (alle nachfolgend „Produkt“) hat auf Grundlage eines genehmigten und veröffentlichten Prospektes oder der vollständigen Dokumentation des entsprechenden Produkts zu erfolgen und nicht auf Grundlage dieses Dokuments.

Dieses Dokument ist keine persönliche Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten im Sinne des Wertpapieraufsichtsgesetzes. Weder dieses Dokument noch seine Bestandteile bilden die Grundlage irgendeines Vertrages oder einer Verpflichtung irgendeiner Art. Dieses Dokument stellt keinen Ersatz für die erforderliche Beratung in Bezug auf den Kauf oder Verkauf eines Finanzinstruments, eines Finanzproduktes oder einer Veranlagung dar. Eine individuelle anleger- und anlagegerechte Beratung in Bezug auf den Kauf oder Verkauf eines der genannten Produkte kann bei Ihrem Bankberater eingeholt werden.

Die RBI erachtet – außer anderwärts in dieser Publikation ausdrücklich offengelegt – sämtliche Informationen als zuverlässig, macht jedoch keine Zusicherungen betreffend deren Genauigkeit und Vollständigkeit.

In Schwellenmärkten kann ein erhöhtes Abrechnungs- und Depotstellenrisiko bestehen als in Märkten mit einer etablierten Infrastruktur. Die Liquidität von Aktien/Finanzinstrumenten ist unter anderem von der Anzahl der Market Maker beeinflussbar. Beide Umstände können zu einem erhöhten Risiko hinsichtlich der Sicherheit einer unter Berücksichtigung der in diesem Dokument enthaltenen Informationen getätigten Investition führen.

Die Information dieser Publikation entspricht dem Stand zum Erstellungsdatum. Sie kann aufgrund künftiger Entwicklungen überholt sein, ohne dass die Publikation geändert wird.

Sofern nicht ausdrücklich anders offengelegt ([www.raiffeisenresearch.com/public/special\\_compensation](http://www.raiffeisenresearch.com/public/special_compensation)), werden die von der RBI beschäftigten Analysten nicht für bestimmte Investment Banking-Transaktionen vergütet. Die Vergütung des Autors bzw. der Autoren dieses Berichtes basiert (unter anderem) auf der Gesamtrentabilität der RBI, die sich unter anderem aus den Einnahmen aus dem Investmentbanking und sonstigen Geschäften der RBI ergibt. Im Allgemeinen verbietet die RBI ihren Analysten und diesen Bericht

erstattenden Personen den Erwerb von Wertpapieren oder anderen Finanzinstrumenten jeglicher Unternehmen, die von den Analysten abgedeckt werden, sofern der Erwerb nicht von der Compliance-Abteilung der RBI vorab genehmigt wurde.

Die RBI hat folgende organisatorische oder verwaltungstechnische Vereinbarungen – einschließlich Informationsschranken – zur Verhinderung oder Vermeidung von Interessenskonflikten im Zusammenhang mit Empfehlungen getroffen: Die RBI hat grundsätzlich verbindliche Vertraulichkeitsbereiche definiert. Diese sind typischerweise solche Einheiten von Kreditinstituten, die von anderen Einheiten durch organisatorische Maßnahmen hinsichtlich des Informationsaustausches abgrenzen sind, weil dort ständig oder vorübergehend compliance-relevante Informationen anfallen können. Compliance-relevante Informationen dürfen einen Vertraulichkeitsbereich grundsätzlich nicht verlassen und sind im internen Geschäftsverkehr auch gegenüber anderen Einheiten streng vertraulich zu behandeln. Das gilt nicht für die im üblichen Geschäftsablauf betriebsnotwendige Weitergabe von Informationen. Diese beschränkt sich jedoch auf das unbedingt Erforderliche (Need-to-know-Prinzip). Werden compliance-relevante Informationen zwischen zwei Vertraulichkeitsbereichen ausgetauscht, darf das nur unter Einschaltung des Compliance Officers erfolgen.

**SONDERREGELN FÜR DAS VEREINIGTE KÖNIGREICH GROSSBRITANNIEN UND NORDIRLAND (UK):** Dieses Dokument stellt weder ein öffentliches Angebot noch einen Prospekt im Sinn der Projektverordnung (EU) 2017/1129 („EU-Projektverordnung“) oder des österreichischen Kapitalmarktgesetzes („KMG“) dar. Ferner beabsichtigt dieses Dokument nicht die Empfehlung des Kaufs oder Verkaufs von Wertpapieren oder Veranlagungen. Dieses Dokument stellt keinen Ersatz für die erforderliche Beratung in Bezug auf den Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder Veranlagungen dar. Für eine mögliche Beratung können Sie sich gerne an Ihre RAFFEISENBANK wenden. Diese Publikation wurde von der Raiffeisen Bank International AG („RBI“) zur Förderung ihres Anlagengeschäfts genehmigt oder herausgegeben. Die RBI London Branch wurde von der österreichischen Finanzmarktaufsicht (FMA) ermächtigt und wird in eingeschränktem Maße von der Financial Conduct Authority („FCA“) reguliert. Details zum Ausmaß der Regulierung der Zweigniederlassung in London durch die FCA sind auf Anfrage erhältlich. Diese Veröffentlichung ist nicht für Investoren gedacht, die im Sinne der FCA-Regeln Endkunden sind, und darf daher nicht an sie verteilt werden. Weder die in diesem Dokument enthaltenen Informationen noch die darin geäußerten Meinungen stellen ein Angebot oder eine Aufforderung zu einem Angebot zum Kauf (oder Verkauf) von Anlagen dar und sind nicht derart auszulegen. Die RBI könnte eine Own Account Transaction (Transaktion in eigener Sache) im Sinne der FCA-Regeln in jede hierin erwähnte oder damit verbundene Anlage getätigt haben und als Folge einen Anteil oder eine Beteiligung an besagter Anlage halten. Die RBI könnte als Manager oder Co-Manager eines öffentlichen Angebots jedes in diesem Bericht erwähnten und/oder damit verbundenen Wertpapiers handeln oder gehandelt haben.

**SPEZIFISCHE BESCHRÄNKUNGEN FÜR DIE VEREINIGTEN STAATEN VON AMERIKA UND KANADA:** Dieses Dokument darf weder in die Vereinigten Staaten von Amerika oder Kanada oder in ihre jeweiligen Hoheitsgebiete oder Besitzungen übertragen oder darin verteilt werden, noch darf es an irgendeine US-amerikanische Person oder irgendeine Person mit Wohnsitz in Kanada verteilt werden, es sei denn, die Übermittlung erfolgt direkt durch die RB International Markets (USA) LLC (abgekürzt „RBIM“), einem in den USA registrierten Broker-Dealer und vorbehaltlich der nachstehenden Bedingungen.

**SPEZIFISCHE INFORMATIONEN FÜR DIE VEREINIGTEN STAATEN VON AMERIKA UND KANADA:** Dieses Research-Dokument ist ausschließlich für institutionelle Investoren bestimmt und unterliegt nicht allen Unabhängigkeits- und Offenlegungsstandards, die für die Erstellung von Research-Unterlagen für Kleinanleger/Privatanleger anwendbar sind. Dieser Bericht wurde Ihnen durch die RB International Markets (USA) LLC (abgekürzt „RBIM“), einem in den USA registrierten Broker-Dealer übermittelt, wurde jedoch von unserem nicht-US-amerikanischen Verbundunternehmen Raiffeisen Bank International AG („RBI“) erstellt. Jeder Auftrag zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, die Gegenstand dieses Berichts sind, muss bei der RBIM platziert werden. Die RBIM ist unter folgender Adresse erreichbar: 1177, Avenue of the Americas, 5th Floor, New York, NY 10036, Telefon +1 (212) 600-2588. Dieses Dokument wurde außerhalb der Vereinigten Staaten von einem oder mehreren Analysten erstellt, für die möglicherweise Vorschriften hinsichtlich der Erstellung von Berichten und der Unabhängigkeit von Forschungsanalysten nicht galten, die mit jenen vergleichbar sind, die in den Vereinigten Staaten in Kraft sind. Der/die Analyst/en, der/die dieses Dokument erstellte/n, (i) sind nicht bei der Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) in den Vereinigten Staaten als Research-Analysten registriert oder qualifiziert und (ii) dürfen keine assoziierten Personen der RBIM sein und unterliegen daher nicht den Vorschriften der FINRA, inklusive der Vorschriften bezüglich des Verhaltens oder der Unabhängigkeit von Research-Analysten.

Die in diesem Bericht enthaltenen Meinungen, Schätzungen und Prognosen sind nur zum Datum dieses Berichtes jene der RBI und können ohne Vorankündigung geändert werden. Die in diesem Bericht enthaltenen Informationen wurden von der RBI von als zuverlässig erachteten Quellen zusammengestellt, doch die RBI, ihre verbundenen Unternehmen oder irgendeine andere Person geben keinerlei ausdrückliche oder stillschweigende Zusicherung oder Gewährleistung bezüglich der Genauigkeit, Vollständigkeit und Richtigkeit des Berichts. Jene Wertpapiere, die nicht in den Vereinigten Staaten registriert sind, dürfen weder innerhalb der Vereinigten Staaten noch

einer US-amerikanischen Person direkt oder indirekt angeboten oder verkauft werden (im Sinne der Regulation S des Securities Act of 1933, abgekürzt „Wertpapiergesetz“), es sei denn, es liegt eine Ausnahme gemäß dem Wertpapiergesetz vor. Dieser Bericht stellt weder ein Angebot zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers im Sinne von Abschnitt 5 des Wertpapiergesetzes dar, noch bildet dieser Bericht oder irgendeine hierin enthaltene Information die Grundlage eines Vertrages oder einer Verpflichtung irgendeiner Art. Dieser Bericht stellt lediglich allgemeine Informationen zur Verfügung. In Kanada darf er nur an Personen mit Wohnsitz in Kanada verteilt werden, die aufgrund ihrer Befreiung von der Prospektpflicht gemäß den im jeweiligen Territorium bzw. der jeweiligen Provinz geltenden wertpapierrechtlichen Bestimmungen berechtigt sind, Abschlüsse in Zusammenhang mit den hierin beschriebenen Wertpapieren zu tätigen.

#### EU-VERORDNUNG NR. 833/2014 ÜBER RESTRIKTIVE MASSNAHMEN ANGESICHTS DER HANDLUNGEN RUSSLANDS, DIE DIE LAGE IN DER UKRAINE DESTABILISIEREN

Bitte beachten Sie, dass sich die Analysen und Empfehlungen nur auf Finanzinstrumente beziehen, die nicht von Sanktionen gemäß EU-Verordnung Nr. 833/2014 über restriktive Maßnahmen angesichts der Handlungen Russlands, die die Lage in der Ukraine destabilisieren, in der geltenden Fassung betroffen sind. Das sind Finanzinstrumente, die vor dem 1. August 2014 begeben wurden.

Wir machen Sie darauf aufmerksam, dass der Erwerb von Finanzinstrumenten mit einer Laufzeit von über 30 Tagen, die nach dem 31. Juli 2014 begeben wurden, gemäß EU-Verordnung Nr. 833/2014 über restriktive Maßnahmen angesichts der Handlungen Russlands, die die Lage in der Ukraine destabilisieren, in der geltenden Fassung verboten ist. Zu solchen verbotenen Finanzinstrumenten wird nicht Stellung genommen.

HINWEIS FÜR DAS FÜRSTENTUM LIECHTENSTEIN: Die RICHTLINIE 2003/125/EG DER KOMMISSION vom 22. Dezember 2003 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates in Bezug auf die sachgerechte Darbietung von Anlageempfehlungen und die Offenlegung von Interessenkonflikten wurde im Fürstentum Liechtenstein durch die Finanzanalyse-Marktmissbrauchs-Verordnung in nationales Recht umgesetzt.

Sollte sich eine Bestimmung dieses Disclaimers unter dem jeweils anwendbaren Recht als rechtswidrig, unwirksam oder nicht durchsetzbar herausstellen, ist diese, soweit sie von den übrigen Bestimmungen trennbar ist, so zu behandeln, als wäre sie nicht Bestandteil dieses Disclaimers. In keinem Fall berührt sie die Rechtmäßigkeit, Wirksamkeit oder Durchsetzbarkeit der übrigen Bestimmungen.

**AARON ALBER**

✉ Austria ☎ ,  
✉ [aaron.alber@rbinternational.com](mailto:aaron.alber@rbinternational.com)

**JULIAN LINDINGER**

✉ Austria ☎ ,  
✉ [julian.lindinger@rbinternational.com](mailto:julian.lindinger@rbinternational.com)

**TERESA SCHINWALD**

✉ Austria ☎ ,  
✉ [teresa.schinwald@rbinternational.com](mailto:teresa.schinwald@rbinternational.com)

**ANA LESAR**

✉ Croatia ☎ ,  
✉ [ana.lesar@rba.hr](mailto:ana.lesar@rba.hr)

**BENEDIKT-LUKA ANTIC**

✉ Austria ☎ ,  
✉ [benedikt-luka.antic@rbinternational.com](mailto:benedikt-luka.antic@rbinternational.com)

**HELGE RECHBERGER**

✉ Austria ☎ ,  
✉ [helge.rechberger@rbinternational.com](mailto:helge.rechberger@rbinternational.com)

**MANUEL SCHLEIFER**

✉ Austria ☎ ,  
✉ [manuel.schleifer@rbinternational.com](mailto:manuel.schleifer@rbinternational.com)

**ANA TURUDIC**

✉ Croatia ☎ ,  
✉ [ana.turudic@rba.hr](mailto:ana.turudic@rba.hr)

**GREGOR KOPPENSTEINER**

✉ Austria ☎ ,  
✉ [gregor.koppensteiner@rbinternational.com](mailto:gregor.koppensteiner@rbinternational.com)

**ANDREAS SCHILLER**

✉ Austria ☎ ,  
✉ [andreas.schiller@rbinternational.com](mailto:andreas.schiller@rbinternational.com)

**MANUEL STAHL**

✉ Austria ☎ ,  
✉ [manuel.stahl@rbinternational.com](mailto:manuel.stahl@rbinternational.com)

**Impressum****Informationen gemäß § 5 E-Commerce Gesetz****Raiffeisen Bank International AG**

Firmensitz: Am Stadtpark 9, 1030 Wien  
Postanschrift: 1010 Wien, Postfach 50  
Telefon: +43-1-71707-1846  
Fax: + 43-1-71707-1848

Firmenbuchnummer: FN 122119m beim Handelsgericht Wien  
Umsatzsteuer-Identifikationsnummer: UID ATU 57531200  
Legal Entity Identifier (LEI): 9ZHRYM6F437SQJ6OUG95  
Global Intermediary Identification Number (GIIN): 28CWN4.00000.LE.040  
Österreichisches Datenverarbeitungsregister: Datenverarbeitungsregisternummer (DVR): 4002771  
S.W.I.F.T.-Code: RZBA AT WW

Aufsichtsbehörden: Als ein Kreditinstitut gemäß § 1 Bankwesengesetz (BWG) unterliegt die Raiffeisen Bank International AG (RBI) der Aufsicht der Finanzmarktaufsicht (FMA), Otto-Wagner-Platz 5, A-1090 Wien ([www.fma.gv.at](http://www.fma.gv.at)) und der Österreichischen Nationalbank, Otto-Wagner-Platz 3, A-1090 Wien ([www.oenb.at](http://www.oenb.at)). Darüber hinaus unterliegt die RBI der behördlichen Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB), Sonnemannstrasse 22, D-60314 Frankfurt am Main ([www.bankingsupervision.europa.eu/home/contacts/html/index.en.html](http://www.bankingsupervision.europa.eu/home/contacts/html/index.en.html)), die diese innerhalb eines Einheitlichen Aufsichtsmechanismus (Single Supervisory Mechanism – SSM) wahrnimmt, der aus der EZB und den nationalen zuständigen Behörden besteht (Verordnung (EU) Nr. 1024/2013 des Rates – SSM-Verordnung). Verweise auf gesetzliche Normen beziehen sich auf solche der Republik Österreich, soweit nicht ausdrücklich anders angeführt.

Mitgliedschaft: Die Raiffeisen Bank International AG ist Mitglied der Wirtschaftskammer Österreich, Bundessparte Bank und Versicherung, Fachverband der Raiffeisenbanken.

**Angaben nach dem österreichischen Mediengesetz****Herausgeber und Redaktion dieser Publikation**

Raiffeisen Bank International AG  
Am Stadtpark 9, A-1030 Wien

**Medieninhaber dieser Publikation**

Raiffeisen RESEARCH – Verein zur Verbreitung von volkswirtschaftlichen Analysen und Finanzmarktanalysen  
Am Stadtpark 9, A-1030 Wien

**Vorstand von Raiffeisen RESEARCH – Verein zur Verbreitung von volkswirtschaftlichen Analysen und Finanzmarktanalysen:**

Mag. Gunter Deuber (Obmann), Mag. Helge Rechberger (Obmann-Stv.)  
Raiffeisen RESEARCH – Verein zur Verbreitung von volkswirtschaftlichen Analysen und Finanzmarktanalysen ist als behördlich registrierter Verein konstituiert. Zweck und Tätigkeit des Vereins ist unter anderem die Verbreitung von Analysen, Daten, Prognosen und Berichten und ähnlichen Publikationen bezogen auf die österreichische und internationale Volkswirtschaft und den Finanzmarkt.

**Grundlegende inhaltliche Richtung dieser Publikation**

Zeitpunkt der Erstellung dieser Publikation: 02.12.2025 14:09 (MEZ);

Zeitpunkt der erstmaligen Weitergabe dieser Publikation: 02.12.2025 14:09 (MEZ)

- Analyse zu Volkswirtschaft, Zinsen und Währungen, Staatsanleihen und Unternehmensanleihen, Aktien sowie Rohstoffen mit den regionalen Schwerpunkten Eurozone sowie Zentral- und Osteuropa unter Berücksichtigung der globalen Märkte.
- Die Analyse erfolgt unter Einsatz der unterschiedlichen Analyse-Ansätze: Fundamental Analyse, quantitativer Analyse und/oder technischer Analyse.

**Hersteller dieser Publikation**

Raiffeisen Bank International AG  
Am Stadtpark 9, A-1030 Wien